



Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций

EUROPEAN PRIVATE EQUITY &
VENTURE CAPITAL ASSOCIATION



РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО
ИНВЕСТИРОВАНИЯ



Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций

Эти Директивы были разработаны Французской Ассоциацией Венчурного Инвестирования (Association Française des Investisseurs en Capital, AFIC), Британской Ассоциацией Венчурного Инвестирования (British Venture Capital Association, BVCA) и Европейской Ассоциацией Прямое и Венчурное Инвестирования (European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA) при активном участии и с поддержкой перечисленных ниже организаций:

- AIFI (Italian Private Equity and Venture Capital Association)
Итальянская Ассоциация Прямое и Венчурное Инвестирования
- APCRI (Portuguese Private Equity and Venture Capital Association)
Португальская Ассоциация Прямое и Венчурное Инвестирования
- APEA (Arab Private Equity Association)
Ассоциация Прямое Инвестирования Арабских Государств
- ASCRI (Spanish Private Equity and Venture Capital Association)
Испанская Ассоциация Прямое и Венчурное Инвестирования
- ATIC (Tunisian Venture Capital Association)
Тунисская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- AVCA (African Venture Capital Association)
Африканская Ассоциация Венчурного Инвестирования

- AVCAL (Australian Venture Capital Association)
Австралийская Ассоциация Венчурного
Инвестирования
- AVCO (Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation)
Австрийская Организация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- BVA (Belgian Venturing Association)
Бельгийская Венчурная Ассоциация
- BVK (German Private Equity and Venture Capital
Association e. V.)
Немецкая Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- CVCA (Canada's Venture Capital and Private Equity Association)
Канадская Ассоциация Венчурного и Прямого
Инвестирования
- CVCA (China Venture Capital Association)
Китайская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- CVCA (Czech Venture Capital and Private Equity Association)
Чешская Ассоциация Венчурного и Прямого
Инвестирования
- DVCA (Danish Venture Capital Association)
Датская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- EMPEA (Emerging Markets Private Equity Association)
Ассоциация Прямого Инвестирования Развивающихся
Рынков
- FVCA (Finnish Venture Capital Association)
Финская Ассоциация Венчурного Инвестирования

- GVCA (Gulf Venture Capital Association)
Ассоциация Венчурного Инвестирования Стран
Персидского Залива
- HKVCA (Hong Kong Venture Capital Association)
Ассоциация Венчурного Инвестирования Гонконга
- HVCA (Hungarian Private Equity and Venture Capital Association)
Венгерская Ассоциация Прямое и Венчурного
Инвестирования
- ILPA (Institutional Limited Partners Association)
Ассоциация Институциональных Инвесторов с
Ограниченной Ответственностью
- IVCA (Irish Venture Capital Association)
Ирландская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- LAVCA (Latin American Venture Capital Association)
Ассоциация Венчурного Инвестирования Латинской
Америки
- LVCA (Latvian Venture Capital Association)
Латвийская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- NVCA (Norwegian Venture Capital & Private Equity Association)
Норвежская Ассоциация Венчурного и Прямое
Инвестирования
- NVP (Dutch Private Equity and Venture Capital Association)
Ассоциация Прямое и Венчурного Инвестирования
Нидерландов
- PPEA (Polish Private Equity Association)
Польская Ассоциация Прямое Инвестирования

- Reseau Capital (Quebec Venture Capital and Private Equity Association)
Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования
Квебека
- RVCA (Russian Private Equity and Venture Capital Association)
Российская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- SAVCA (Southern African Venture Capital and Private Equity
Association)
Южноафриканская Ассоциация Венчурного и Прямого
Инвестирования
- SECA (Swiss Private Equity and Corporate Finance Association)
Швейцарская Ассоциация Прямого и Корпоративного
Инвестирования
- SLOVCA (Slovak Venture Capital Association)
Словацкая Ассоциация Венчурного Инвестирования
- SVCA (Swedish Private Equity and Venture Capital Association)
Шведская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования.

(Список по состоянию на 2 января 2007 года)

Внимание:

Содержащаяся в этом документе информация была создана со ссылками на участие целого ряда источников. AFIC, BVCA и EVCA предприняли соответствующие шаги для того, чтобы убедиться в достоверности представленных сведений. Однако ни AFIC, ни BVCA, ни EVCA и никакие другие из называемых здесь источников информации – отдельные лица или организации – не несут ответственности ни за какие принятые решения или предпринятые действия, основанные на материалах этого документа.

Более подробную информацию можно найти по адресу: www.privateequityvaluation.com

Введение РАВИ

Любая компания – носитель стоимости. Причем стоимость, как характеристика эффективности деятельности компании, может и должна возрастать с течением времени. Конечно, помимо этого параметра существует множество других, позволяющих оценить перспективность вложения в компанию. Однако стоимость – возможно лучшая мера результатов деятельности компании, для определения которой требуется наиболее полная информация за длительный срок.

Часто именно стоимость компании дает предпосылки к успеху в конкурентной борьбе. Компании, создающие большую стоимость, представляют больший интерес для инвесторов. В условиях открытой экономики мировой рынок капитала перераспределяет ресурсы в пользу источников их наиболее эффективного использования.

Привлечение прямых и венчурных инвестиций, безусловно, не единственная причина перехода компании на стоимостные принципы управления. Если бизнес стал динамичнее, если он характеризуется высокой долей интеллектуальной составляющей, если возрос уровень конкуренции, если изменились и в ближайшем будущем изменятся взаимоотношения собственников и управляющей команды, то для принятия взвешенных управленческих решений в первую очередь необходимо определить, сколько стоит бизнес.

Предлагаемая брошюра, подготовленная экспертами AFIC, BVCA, EVCA при поддержке многих профессиональных объединений, предоставит возможность менеджерам по инвестициям произвести оценку вложений на основе системы оценок, что, по мнению составителей, поможет принимать более эффективные с точки зрения экономики решения.

Исполнительная дирекция РАВИ

Предисловие

В Директивах представлены сформулированные на основе лучших современных практических достижений рекомендации по оценкам прямых и венчурных инвестиций. Используемый в этих Директивах термин «прямые инвестиции» объединяет широкий спектр инвестиций – в компании на ранних стадиях развития, в виде выкупов действующими и внешними управляющими (МВО и МВИ) и подобных им сделок, а также в форме капитала роста или развития.

Предполагается, что эти рекомендации будут применимы ко всем существующим типам инвестиций («посевной» (seed) и «стартовый» (start-up) венчурный капитал, выкупы, капитал роста/развития, и т.д.) и ко всем финансовым инструментам, обычно используемым фондами прямых инвестиций.

В тексте сами рекомендации выделены синим шрифтом, в то время как объяснения, иллюстрации, вспомогательные материалы, практические примеры и комментарии к ним даются обычным шрифтом.

В тех случаях, когда будут выявлены противоречия между содержащимися в данных Директивах рекомендациями и требованиями любых относящихся к данной ситуации законов, правил, стандартов расчетов или общепринятых принципов бухгалтерского учета, приоритет нужно отдавать перечисленным требованиям.

Ни AFIC, BVCA, EVCA, ни поддерживающие их ассоциации, ни члены любого их комитета или рабочей группы не могут принимать на себя никакой ответственности или обязательств ни перед кем относительно последствий использования информации, содержащейся или опущенной в Директивах по оценкам, наступивших вследствие доверия к положениям этих Директив или иначе связанных с ними.

Эти Директивы следует рассматривать как пришедшие на смену предыдущим директивам, выпущенным AFIC, BVCA или EVCA, и их действие распространяется на период времени после 1 января 2005 года.

Содержание

Предисловие	7
Введение	9
Определения	11
Раздел I	
Определение Обоснованной стоимости	14
1. Понятие Обоснованной стоимости	14
2. Принципы оценки	15
3. Методология оценки	19
3.1. Общие вопросы	19
3.2. Выбор подходящих методов оценки	21
3.3. Цена последней Инвестиции	23
3.4. Мультипликатор прибыли	26
3.5. Чистые активы	34
3.6. Дисконтированные денежные потоки или прибыль (Основного бизнеса)	35
3.7. Дисконтированные денежные потоки (от Инвестиции)	37
3.8. Контрольные показатели оценок стоимости по отраслям	39
3.9. Реальные рыночные цены	40
Раздел II	
Руководство по применению	42
Введение	42
1. Выбор подходящей методологии	42
2. Особые вопросы	45
2.1. Внутренние раунды финансирования	45
2.2. Промежуточное финансирование	46
2.3. Мезанинные займы	47
2.4. Капитализированные проценты по займам	48
2.5. Индикативные предложения	49
3. События, вносящие свой вклад в стоимость	50
4. Влияние структуры сделки	52
Рабочая группа	54
Краткие резюме организаций – членов EVCA	55

Введение

Менеджерам, занимающимся прямыми инвестициями, периодически приходится производить оценку инвестиций – в составе общего процесса обеспечения отчетности инвесторам управляемых ими фондов. В связи с этим целью данных Директив является разработка наилучшей системы оценок, используя которую можно будет судить о том, соответствует ли прямая инвестиция своей «обоснованной стоимости». Внедрение этой системы в инвестиционную практику должно помогать инвесторам фондов прямых инвестиций принимать более эффективные с точки зрения экономики решения.

Международные органы бухгалтерской отчетности придают все большее значение оценке инвестиций в соответствии с принципами Обоснованной стоимости, что увеличивает необходимость последовательного применения стандартизации оценки инвестиций во всем мире. В настоящих Директивах представлена схема единообразного определения стоимости, применимая для того типа инвестиций, которыми занимаются фонды прямого и венчурного инвестирования.

Ведение бухгалтерских счетов фондов прямого инвестирования регулируется правовыми или иными руководящими предписаниями, либо оговаривается в контракте. В намерения этих Директив не входит предписывать или рекомендовать ту основу, на которой инвестиции включаются в счета фондов.

Однако при подготовке Директив были приняты во внимание требования и сущность Стандартов финансовой отчетности (Financial Reporting Standards, FRS) и, в особенности, Международных стандартов финансовой отчетности (IFRS) и US GAAP. Это делалось с целью обеспечения условий для того, чтобы Обоснованная стоимость прямых и венчурных инвестиций определялась в полном соответствии с принципами бухгалтерского учета.

Поскольку Директивы созданы с целью ознакомления с лучшей современной практикой в данном вопросе, они будут постоянно пересматриваться и, если будет нужно, обновляться, чтобы своевременно

но отражать изменения в международных правилах или стандартах расчетов.

Следование этим Директивам не является одним из требований со стороны принципов бухгалтерского учета, однако, следуя им, вы будете действовать в соответствии с этими принципами. Директивы подходят к вопросу оценки с концептуальных позиций, и в их намерения не входит описание лучших примеров из практики, касающихся отчетности инвесторам, внутренних процессов, средств управления и методов, вопросов руководства, наблюдения со стороны Комитета, опыта и способностей, которые требуются от оценщика, или проведения аудиторской или иной проверки проведенных оценок.

В Директивах проводится разграничение между базисом оценки (таким как принцип Обоснованной стоимости), где определяется, что должен представлять собой балансовый показатель, и методологией оценки (такой, например, как выбор метода мультипликатора прибыли), которая призвана определять метод или технические приемы получения оценки.

Определения

В тексте Директив будут использоваться (с прописных букв) следующие определения.

Стоимость предприятия (Enterprise Value)

Стоимость предприятия – это стоимость финансовых инструментов, представляющих интересы собственников в предприятии, плюс чистая финансовая задолженность этого предприятия.

Обоснованная стоимость (Fair Value)

Обоснованная стоимость является той суммой, на которую можно обменять данный актив в результате сделки между хорошо осведомленными и добровольно действующими лицами, сотрудничающими на коммерческой основе при соблюдении принципа незаинтересованности сторон (Arm's length). Это совпадает, по идее, с альтернативно сформулированными определениями, такими как «цена, которая будет получена за актив или уплачена по долговому обязательству в сделке между участниками рынка на дату предоставления отчетности».

Фонд (Fund)

Фонд, а именно Фонд венчурных или прямых инвестиций, – это общий термин, используемый в тексте Директив для обозначения любых резервов инвестиционного капитала, предназначенного для прямой инвестиции, включая те, которыми распоряжаются корпоративные организации, партнерства с ограниченной ответственностью и другие инвестиционные организации.

Валовая атрибутивная стоимость предприятия (Gross Attributable Enterprise Value)

Валовая атрибутивная стоимость предприятия – это Стоимость предприятия, заключенная в ценных бумагах, принадлежащих Фон-

ду, и в других финансовых инструментах организации, которые ранжируются наравне или ниже инструментов наивысшего ранга в Фонде.

Портфельная компания (Investee Company)

Термин «Портфельная компания» относится к одиночному предприятию или группе компаний, в которые Фонд сделал прямую инвестицию.

Инвестиция (Investment)

Понятие Инвестиции, сделанной Фондом, относится ко всем принадлежащим Фонду финансовым инструментам в Портфельной компании.

Реализуемость (Marketability)

Реализуемость определяется как относительная легкость и быстрота, с которыми данные ценные бумаги могут быть, при желании, проданы. Реализуемость предполагает наличие в настоящее время интереса к продажам и покупкам.

Скидка на Реализуемость (Marketability Discount)

Скидка на Реализуемость выступает в качестве ответной реакции на требование Участников рынка получить компенсацию за риск, возникающий из-за нехватки Реализуемости.

Участники рынка (Market Participants)

Участниками рынка являются лица, потенциально или в реальности желающие покупать или продавать безо всякого к этому принуждения, когда обе стороны отлично осведомлены обо всех сопутствующих обстоятельствах, а также имеют возможность провести обоснованную процедуру тщательного изучения (due diligence), с тем чтобы получить возможность принимать решение об Инвестиции в конкретное предприятие.

Чистая атрибутивная стоимость предприятия (Net Attributable Enterprise Value)

Чистая атрибутивная стоимость предприятия равняется Валовой атрибутивной стоимости предприятия за вычетом Скидки на Реализуемость.

Зарегистрированные ценные бумаги (Quoted Instruments)

Зарегистрированные ценные бумаги – это любые финансовые инструменты, для которых биржевые курсы, отражающие обычные рыночные сделки, можно легко и регулярно получать с биржи, от дилерских, брокерских, промышленных групп, ценовых служб или регулирующих агентств.

Реализация (Realisation)

Реализацией являются продажа, обратный выкуп или возврат Инвестиции – полностью или частично; или имеется в виду случай банкротства Портфельной компании, когда для Фонда не предвидится никакой значительной прибыли.

Незарегистрированные ценные бумаги (Unquoted Instruments)

Незарегистрированные ценные бумаги – это любые финансовые инструменты, кроме Зарегистрированных ценных бумаг.

Основной бизнес (Underlying Business)

Основной бизнес – это работающие предприятия, в которые Фонд произвел Инвестиции, либо непосредственно, либо посредством ряда предназначенных для этого холдинговых компаний.

Оценщик (Valuer)

Оценщик – это лицо, несущее прямую ответственность за оценку одной или большего числа Инвестиций Фонда.

Раздел I

Определение Обоснованной стоимости

1. Понятие Обоснованной стоимости

Обоснованная стоимость является той суммой, на которую можно обменять данный актив в результате сделки между хорошо осведомленными и добровольно действующими лицами, сотрудничающими на коммерческой основе при соблюдении принципа незаинтересованности.

Такая оценка Обоснованной стоимости не связана с тем, является ли Основной бизнес действительно готовым к продаже в назначенный срок, или с тем, намереваются ли его действующие акционеры продавать свои ценные бумаги в ближайшем будущем.

Основной целью является установление той цены, по которой гипотетические Участники рынка согласились бы совершить сделку.

Обоснованная стоимость не является той суммой, которую одной из сторон придется получить (или уплатить) в случаях вынужденной сделки, принудительной ликвидации или продажи компании в случае банкротства.

Хотя передачи акций в частных компаниях часто регулируются рядом ограничений, различными преимущественными правами и другими барьерами, все-таки представляется возможным определить, какую цену мог бы заплатить покупатель, добровольно желающий приобрести Инвестицию.

2. Принципы оценки

Обоснованная стоимость Инвестиции должна быть объявлена в отчетную дату.

При отсутствии активно действующего рынка для финансового инструмента, Оценщик должен определить Обоснованную стоимость, используя один из существующих методов оценки.

Для определения Обоснованной стоимости Инвестиции Оценщик должен применять методы, подходящие с учетом природы Инвестиции, фактов и обстоятельств ее осуществления и ее важности в контексте портфеля Инвестиции в целом, а также он должен использовать обоснованные допущения и предположения.

Стоимость прямых инвестиций обычно формируется путем прямой продажи или выпуска на биржу для свободной продажи акций целой компании, а не продажи какой-то отдельной ее доли. Соответственно стоимость компании в целом (Стоимость предприятия) послужит основой для вычисления Обоснованной стоимости Инвестиции в эту компанию.

Обоснованная стоимость устанавливается Оценщиком, какие бы методы оценки он ни использовал, на основе Стоимости предприятия, и делается это следующим образом:

1. Определить Стоимость предприятия Портфельной компании с использованием соответствующих оценочных методов.
2. Увеличить или уменьшить Стоимость предприятия с учетом избыточных активов или излишних/незарегистрированных обязательств по задолженностям и других имеющих к этому отношению факторов.
3. Вычесть из этой величины любые финансовые инструменты, по своему рангу превышающие (при ликвидации) инструменты Фонда самого высокого ранга, и с учетом влияния любого инструмента, которое может вызвать размывание Инвестиции Фон-

- да, получить величину Валовой атрибутивной стоимости предприятия.
4. Сделать соответствующую Валовой атрибутивной стоимости предприятия Скидку на Реализуемость и получить в результате Чистую атрибутивную стоимость предприятия.
 5. Распределить Чистую атрибутивную стоимость предприятия между соответствующими финансовыми инструментами компании согласно их рангам.
 6. Распределить полученные суммы в соответствии с величинами вкладов Фонда в каждый финансовый инструмент, что и будет представлять собой их Обоснованную стоимость.

Очень важно сознавать субъективную природу оценки прямых Инвестиций. Она неотъемлемо присуща перспективным оценкам и суждениям относительно самого Основного бизнеса, его рынка и окружающей среды, о состоянии рынка слияний и поглощений, условиях на фондовой бирже и т.д.

Необходимо быть очень внимательными при использовании для оценок свободно доступной информации, поскольку существуют сложные взаимодействия между перечисленными выше факторами, а также часто не хватает пригодных для сравнения рыночных сделок. Чтобы определить Обоснованную стоимость Инвестиции, Оценщику необходимо уметь правильно разбираться в ситуации и делать необходимые оценки, позволяющие извлечь из рыночных данных информацию о потенциальном вкладе разнообразных факторов, таких как географическое положение, кредитный риск, иностранная валюта и курс ее обмена, цены на акционерный капитал и нестабильность рынка.

По существу, необходимо учитывать, что, в то время как оценки действительно обеспечивают полезную на данный момент индикацию развития отдельной Инвестиции или портфеля Инвестиций, в конечном счете только после Реализации делаются очевидными истинные характеристики проведенной работы.

Обоснованная стоимость должна отражать обоснованные оценки и допущения, касающиеся всех важных факторов, которые необходимо учитывать сторонам для совершения сделки на чисто коммерческой основе с соблюдением принципа незаинтересованности, включая те факторы, которые влияют на ожидаемые от Инвестиции денежные потоки и на степень риска, связанного с этими денежными потоками.

Для того чтобы оценки и допущения были обоснованными, Оценщику необходимо:

- иметь в виду, что цель состоит в том, чтобы воспроизводить то, что сделали бы стороны в ходе сделки при соблюдении принципа незаинтересованности;
- учитывать события, имеющие место вслед за отчетной датой, когда они предоставляют дополнительные подтверждения тех условий, которые существовали на дату подачи отчета;
- учитывать соображения существенности.

Из-за того, что установлению Обоснованной стоимости прямых инвестиций присуща некоторая неопределенность, необходимо с осторожностью составлять суждения и делать необходимые оценки. Вместе с тем Оценщику следует воздерживаться от чрезмерных предосторожностей.

Фонды прямого инвестирования часто предпринимают Инвестицию с расчетом на то, что им удастся произвести значительные изменения в Основном бизнесе. Это может затрагивать его стратегию, рабочие процессы, управление или что-то еще. Иногда это может принимать форму «спасительного рефинансирования» (rescue refinancing) или санации (turnaround) данного предприятия.

Хотя, может быть, и трудно в таких ситуациях определить Обоснованную стоимость, базируясь на сделке, включающей в себя прямого покупателя, все-таки во многих случаях возможно установить

размеры той суммы, которую Фонд прямого инвестирования заплатил бы за рассматриваемую Инвестицию.

Оценщику необходимо определить, может ли он в конкретных условиях данной Инвестиции произвести надежную оценку Обоснованной стоимости с помощью общепринятых методов, согласованных с разумными допущениями.

Здесь можно столкнуться со следующими ситуациями:

- число подходящих способов определения Обоснованной стоимости очень велико;
- вероятности разных оценок внутри этого ряда не могут быть надлежащим образом оценены;
- финансовый эффект от достижения ключевой вехи и сама вероятность этого достижения не могут быть обоснованно предсказаны;
- в данную компанию за последнее время не производились Инвестиции.

В этих ситуациях Оценщик может сделать вывод о том, что Обоснованную стоимость нельзя измерить надежно.

В тех случаях, когда невозможно надежно измерить Обоснованную стоимость, Оценщик может принять величину Обоснованной стоимости на прошлую отчетную дату в качестве лучшей оценки настоящей Обоснованной стоимости, если только нет свидетельств того, что эффективность Инвестиции с тех пор уменьшилась. В таком случае текущее значение Обоснованной стоимости должно быть уменьшено, чтобы отразить установленную степень снижения эффективности Инвестиции.

Если нельзя надежно измерить Обоснованную стоимость Инвестиции, необходимо, чтобы Оценщик внимательно посмотрел, не сигнализируют ли какие-то события или изменения в обстоятельствах

о том, что могло произойти снижение эффективности этой Инвестиции.

Если снижение эффективности произошло, Оценщику следует уменьшить величину балансовой стоимости Инвестиции, чтобы отразить степень этого ухудшения. Поскольку Обоснованная стоимость такой Инвестиции не может быть надежно измерена, определение степени снижения эффективности в таких случаях обычно производится интуитивно (а не аналитически), с привлечением множества индикаторов изменения стоимости (например таких, как соответствующие биржевые индексы).

3. Методология оценки

3.1. Общие вопросы

Некоторые из методов оценки, которые можно использовать для определения Обоснованной стоимости Незарегистрированных ценных бумаг, описаны в параграфах 3.3–3.9. Эти методы могут по необходимости корректироваться с целью включения в процесс оценки присущих каждому отдельному случаю факторов, влияющих на Обоснованную стоимость. Например, если Основной бизнес владеет избытком наличности или других активов, стоимость бизнеса должна отразить этот факт.

Так как в случае прямых инвестиций стоимость, как правило, формируется через продажу или выпуск на биржу акций всего Основного бизнеса, а не путем передачи акций, принадлежащих отдельным акционерам, то стоимость бизнеса в целом на отчетную дату часто дает возможность оценить стоимость доли инвестиции в этом бизнесе. По этой причине ряд методов, описанных ниже, включают в себя в качестве первого шага определение Стоимости предприятия.

Могут быть такие ситуации, когда у Фонда имеется мало возможностей повлиять на время осуществления Реализации, и Реализация в обозримом будущем не предвидится – возможно, вследствие

того, что большинство акционеров решительно настроены против нее. При таких обстоятельствах (редко встречающихся при прямых инвестициях) Обоснованную стоимость можно определить с помощью ожидаемых денежных потоков и рисков относящихся сюда финансовых инструментов, а не из Стоимости предприятия. Этот факт необходимо учитывать при выборе методов оценок, используемых при подобных обстоятельствах.

При определении Обоснованной стоимости Инвестиции Оценщик должен быть рассудительным, что подразумевает детальное рассмотрение тех специфических условий Инвестиции, которые могут повлиять на ее Обоснованную стоимость. В этом отношении Оценщик должен учитывать ту реальную сущность Инвестиции, которая будет преобладать над определенной правовой формой.

Концептуально важно различать стоимость, которая может быть приписана к Инвестиции, и стоимость, которая может быть приписана к Основному бизнесу. Например, при оценке Основного бизнеса можно попытаться оценить ту сумму, которую покупатель заплатил бы за данный бизнес в отчетную дату. При оценке доли Инвестиции в бизнесе не следует рассматривать ее просто как соответствующую долю стоимости компании, потому что так невозможно будет распознавать неопределенность и риски, связанные с реальной продажей компании и формированием стоимости Инвестиции, – в особенности риск «размывания» стоимости еще до того, как в существующих рыночных условиях удастся осуществить продажу.

В том случае, если Обоснованная стоимость превышает цену исполнения опционов и варрантов, ее следует вычислять с учетом такого превышения. Если цена исполнения опционов и варрантов достаточно велика, это может привести к появлению избытка наличности в Основном бизнесе.

Ситуация с использованием других прав, таких как конверсионные опционы и опционы передачи долей участия в акционерном капитале (ratchets), которые могут оказывать влияние на Обоснованную стоимость Инвестиции Фонда, должна регулярно проверяться, что-

бы быть уверенным в исполнении этих опционов и оценивать их влияние на стоимость Инвестиции Фонда.

Дифференциальное распределение доходов может оказывать влияние на стоимость Инвестиции. Если существуют привилегии на случай ликвидации, то необходимо исследовать этот вопрос, чтобы проверить, будут ли они порождать выгоду для Фонда или, наоборот, выгоду для третьей стороны в ущерб Фонду.

Другие примеры таких моментов, на которые следует обращать внимание, вследствие того что они могут повлиять на оценку, приводятся в разделе II, параграф 3.

Изменения в курсах обмена валют могут влиять на стоимость Инвестиции Фонда, и поэтому их тоже необходимо учитывать.

Если валюта, в которой составляет свои отчеты Фонд, отличается от валюты, в которой производится Инвестиция, то перевод в отчетную валюту для отчетных целей следует осуществлять по предлагаемому курсу обмена, превалирующему на отчетную дату.

3.2. Выбор подходящих методов оценки

Оценщик должен проявлять рассудительность при выборе методов оценки, наиболее подходящих для каждой конкретной Инвестиции.

Основным критерием при выборе методов является их соответствие природе, фактам и обстоятельствам Инвестиции и ее важности в контексте всего инвестиционного портфеля.

Подходящие методы должны учитывать имеющуюся информацию обо всех факторах, которые представляются достаточно существенными, чтобы повлиять на Обоснованную стоимость Инвестиции. Также при выборе методов важно учитывать стадию развития предприятия и/или его способность генерировать устойчивую прибыль или доходы.

Оценщик выбирает наиболее подходящие оценочные методы и вслед за этим проверяет, насколько они соответствуют данному конкретному случаю, опираясь на имеющуюся у него информацию и свой опыт. При этом он учитывает следующие факторы:

- применимость выбранных методов в данной отрасли индустрии и в текущей рыночной ситуации;
- качество и надежность данных, используемых в каждом методе;
- сравнимость данных, касающихся предприятия или сделки;
- стадию развития предприятия;
- любые частные проблемы конкретного предприятия.

При выборе подходящих методов оценщик должен отдавать предпочтение тем из них, которые составлены с основным упором на рыночные критерии риска и доходности. Оценки обоснованной стоимости, сделанные полностью на основе наблюдаемых рыночных данных, будут более надежными, чем оценки, сделанные на основе допущений и предположений.

Методы, в которых используются дисконтированные денежные потоки и контрольные показатели оценок стоимости по отраслям, не следует часто применять без подкрепления оценок на основе рыночных критериев, и использовать их следует с величайшей осторожностью. Эти методы могут быть полезны для дополнительного контроля при определении стоимости путем применения методов, основанных на рыночных критериях.

После того как Оценщик решает, что несколько методов пригодны для определения стоимости конкретной Инвестиции, он может заняться сравнением результатов, полученных разными оценочными методами. Таким образом, результаты одного метода можно перекрестно сравнивать с аналогичными результатами другого, либо, наоборот, использовать результаты нескольких методов для вза-

имного подкрепления или иного совместного применения с целью установления Обоснованной стоимости Инвестиции.

Методы должны использоваться последовательно – период за периодом, за исключением тех случаев, когда какое-то изменение могло бы предоставить возможность лучше оценивать Обоснованную стоимость.

Так может произойти, например, когда через несколько лет после начальной фазы компания становится прибыльной, денежный поток делается позитивным и такая ситуация стабилизируется. Любые изменения в методологии оценки должны быть ясно изложены. Ожидается, что подобные изменения не будут происходить слишком часто.

Ниже приводится таблица, в которой названы наиболее широко применяющиеся методы оценки.

Метод
Цена последней Инвестиции
Мультипликатор прибыли
Чистые активы
Дисконтированные денежные потоки или прибыль (Основного бизнеса)
Дисконтированные денежные потоки (от Инвестиций)
«Контрольные показатели» оценок стоимости по отраслям

3.3. Цена последней Инвестиции

Если оцениваемая Инвестиция была сделана недавно, то ее цена, как правило, является хорошим индикатором ее Обоснованной стоимости. Если Инвестиция в Портфельную компанию была произведена недавно, то цена этой Инвестиции и послужит базисом для оценки.

Весомость полученной таким путем оценки с неизбежностью уменьшается со временем, потому что цена, по которой была сде-

лана Инвестиция, отражает влияние тех условий, которые существовали во время проведения сделки. В условиях динамично меняющегося окружения, изменения рыночных условий, само по себе течение времени наряду с другими факторами будет действовать в сторону уменьшения приемлемости этого метода для определения стоимости в последующие даты.

Кроме того, в случае если цена, по которой инвестировала третья сторона, рассматривается в качестве основы для оценки, то следует принять во внимание историю этой сделки. Следующие факторы могут указывать на то, что цена в настоящий момент не вполне репрезентативна для определения Обоснованной стоимости:

- дополнительное инвестирование со стороны существующих акционеров с маленькой новой Инвестицией;
- с новой и уже существующей Инвестициями связаны разные права;
- новый инвестор руководствуется своими стратегическими соображениями;
- Инвестиция может оказаться вынужденной продажей или «пакетом спасения»;
- абсолютная сумма новой Инвестиции относительно несущественна.

Данный метод оценки подходит для всех прямых инвестиций, но только в течение ограниченного периода времени после даты последней сделки. Из-за того, что раунды инвестирования на «посевной» и «стартап» стадиях развития компаний происходят с большой частотой, обсуждаемый метод часто является подходящим для молодых развивающихся компаний, а также он подходит для компаний, занимающихся технологическими или научными инновациями и открытиями.

Продолжительность временного отрезка, в течение которого использование такого метода остается приемлемым, зависит от конкретных обстоятельств для каждой отдельной Инвестиции, но чаще всего на практике речь идет о периоде в один год.

Используя для определения Обоснованной стоимости Инвестиции метод цены последней Инвестиции, Оценщик должен пользоваться стоимостью самой Инвестиции или ценой, по которой была сделана существенная доля новой Инвестиции в компанию, но только в течение ограниченного отрезка времени после даты соответствующей сделки. В течение этого отрезка времени Оценщик должен во всех случаях проверять, не привели ли какие-то изменения или любые имеющие отношение к данной сделке события к изменениям в Обоснованной стоимости Инвестиции.

Например, уменьшение Обоснованной стоимости Инвестиции может произойти по следующим причинам:

- Текущая рабочая деятельность Основного бизнеса или его перспективы на будущее оказались значительно хуже, чем ожидалось при планировании Инвестиции. Непосредственными индикаторами такого положения являются неудачи в достижении намеченных важных вех, невозможность обслуживать финансовые инструменты, нарушения обязательств, ухудшение уровня предусмотренной в бюджете или прогнозированной рабочей деятельности.
- Произошли значительные неблагоприятные изменения либо в самой компании, либо в той технологической, рыночной, экономической, правовой или регуляторной среде, где она работает.
- Ухудшились рыночные условия, что можно определить по падению цен на акции зарегистрированных компаний, работающих в том же или связанных секторах.
- Основной бизнес мобилизует средства, и очевидно, что финансирование будет производиться совершенно при других условиях, чем первоначальная Инвестиция.

3.4. Мультипликатор прибыли

Эта методология предусматривает применение мультипликатора прибыли (earnings multiple) для оценки денежных поступлений оцениваемого предприятия с целью определения его стоимости.

Метод более всего уместен в случае Инвестиций в установившиеся компании с хорошо определяемым и постоянно сохраняющимся потоком денежных поступлений.

Он также может применяться в случаях компаний с отрицательными значениями прибыли, если эти потери рассматриваются как временные и представляется возможным определить уровень «нормализованной» устойчивой прибыли.

Сюда может входить усреднение значений прибыли по ряду периодов, применение предсказанного уровня прибыли или использование показателя «приемлемой» маржи прибыли по отношению к текущим или предсказываемым доходам.

При применении метода мультипликатора прибыли для определения Обоснованной стоимости Инвестиции Оценщик должен:

1. Использовать мультипликатор, который является подходящим и обоснованно выбранным (при данном соотношении рисков и перспектив роста прибыли основной компании) в применении к устойчивой прибыли этой компании.
2. Увеличить или уменьшить величину, полученную на стадии (1), с учетом избыточных активов или излишних обязательств и других имеющих к этому отношение факторов, чтобы вычислить Стоимость предприятия для данной компании.
3. Вычесть из величины Стоимости предприятия все суммы, связанные с финансовыми инструментами, ранг которых выше (при ликвидации), чем у инструментов Фонда наивысшего ранга. С учетом влияний любых инструментов, которые могут вызывать

размывание Инвестиции Фонда, вычислить Валовую атрибутивную стоимость предприятия.

4. Применять подходящую Скидку на Реализуемость по отношению к Валовой атрибутивной стоимости предприятия, полученной на этапе (3), чтобы вычислить Чистую атрибутивную стоимость предприятия.
5. Обоснованно распределить Чистую атрибутивную стоимость предприятия между финансовыми инструментами.

Разъяснения по поводу подчеркнутых терминов приводятся ниже.

Подходящий мультипликатор

Часто используется целый ряд мультипликаторов прибыли, включая такие как цена/прибыль (P/E), Стоимость предприятия/прибыль до выплаты процентов и налогов (EV/EBIT), а также уценки и амортизации (EV/EBITDA). Мультипликатор, используемый в каждом отдельном случае, должен быть подходящим для оцениваемого предприятия. (N.B: Мультипликаторы доходов (multiples of revenues) и их использование представлены в параграфе 3.8. «Контрольные показатели» оценок стоимости по отраслям).

В целом, вследствие того что финансовая структура играет ключевую роль в прямых инвестициях, мультипликаторы следует использовать для определения величины Стоимости предприятия для Основного бизнеса. Следовательно, если используется мультипликатор P/E, то в его знаменателе должна находиться величина облагаемой налогом EBIT (после вычитания финансовых затрат, относящихся к оборотному капиталу или к активам, приобретенным или взятым в аренду с использованием финансов актива), а не величина действительной прибыли после выплаты налогов, поскольку она обычно сильно уменьшается вследствие финансовых затрат.

Мультипликатор прибыли имеет в своем числителе стоимость, а в знаменателе – величину прибыли. Знаменатель может представлять собой величину прибыли для любого отрезка времени, поэтому

мультипликаторы часто называются «историческими», «текущими» или «планируемыми» для уточнения используемого значения прибыли. Важно, чтобы используемый мультипликатор соответствовал периоду времени и концепции прибыли оцениваемой компании.

Обоснованно выбранный мультипликатор

Оценщик обычно определяет величину мультипликатора, опираясь на величины действующих в условиях рынка мультипликаторов, отраженных в рыночных оценках зарегистрированных компаний или в той цене, по которой компании сменили свою принадлежность. Этот основанный на требованиях рынка подход подразумевает, что компании, используемые для сравнения, точно оценены рынком. Хотя и существуют доказательства того, что рыночная капитализация зарегистрированной компании отражает не столько стоимость компании, сколько цену, по которой обмениваются «небольшие пакеты» акций, исходной установкой этих Директив является то, что действующие в условиях рынка мультипликаторы на самом деле точно отражают стоимость компании в целом.

Там, где используются действующие в условиях рынка мультипликаторы, основной задачей является выявление компаний, похожих – в терминах присущего им риска и перспектив роста прибыли – на те компании, которые надо оценить. Намного вероятнее найти компании, похожие по признакам профиля деятельности, обслуживаемых рынков, размера, географического положения и процента налогообложения.

При использовании мультипликатора P/E Оценщику следует обратить внимание на то, что коэффициенты P/E используемых для сравнения компаний зависят от уровней заемных средств и величин налоговых ставок в этих компаниях.

При использовании мультипликатора EV/EBIDTA Оценщику следует обратить внимание на то, что такие мультипликаторы, по определению, не учитывают воздействие на стоимость уценки фиксированных активов и амортизации нематериальных активов, в том числе и «гудвила» (goodwill). Если применять такие мультипликаторы без

надлежащей осторожности, то Оценщик может не учесть тот факт, что существующие, возможно, рабочие решения о значительной трате средств на основные активы или на рост путем поглощения, а не путем естественного развития, влияют на реальную стоимость данного предприятия.

Важно, чтобы мультипликатор прибыли каждой используемой для сравнения компании был бы скорректирован с учетом имеющихся у нее различий с оцениваемой компанией по двум ключевым переменным – профилю риска и перспективам роста прибыли, которые лежат в основе мультипликатора прибыли. При определении профиля риска оцениваемой компании Оценщику следует иметь в виду, что риск должен рассматриваться в разных аспектах, включая характер деятельности компании, рынки, где она работает, и ее положение в конкурентной сфере этих рынков, качество ее руководства и сотрудников, структуру ее капитала (в особенности это касается прямых инвестиций) и способности Фонда, производящего Инвестицию, вызывать изменения в компании. Например, стоимость компании может быть уменьшена, если:

- она меньше размером и менее развита по сравнению с используемыми для сравнения компаниями и, таким образом, менее способна противостоять неблагоприятным экономическим условиям;
- в ней малое число ключевых сотрудников;
- она зависит от одного продукта или одного заказчика;
- в ней слишком высокий уровень заемных средств;
- по каким-то иным причинам ее прибыль относится к высокорисковой категории.

Иногда, чтобы иметь материал для сравнения, в поисках нужного мультипликатора используются недавно произведенные сделки с участием похожих компаний. Существует мнение, что такие сделки могут предоставить более подходящий источник значений муль-

типликаторов, поскольку охватывают передачу компаний в целом, в то время как рыночные мультипликаторы связаны с ценой «небольшого пакета» акций. Однако достоверность получаемых таким образом значений мультипликаторов часто ставится под сомнение следующими факторами:

- недостаточное количество относящейся к будущему финансовой и другой информации, для того чтобы выявить точки различий и относительно них произвести корректировку;
- в целом невысокая надежность и прозрачность сообщаемых в отчетах цифр доходов частных компаний;
- нехватка надежной информации о стоимости самой сделки.

Оценщик должен уметь правильно разбираться в ситуации, чтобы при выборе надлежащего мультипликатора взять для сравнения либо отдельную компанию, либо ряд компаний, либо мультипликатор прибыли биржевого сектора или подсектора. При некоторых обстоятельствах допустимо, чтобы Оценщик принял решение использовать мультипликаторы биржевого сектора или подсектора или усредненную величину мультипликаторов из «корзины» используемых для сравнения компаний, не производя корректировку относительно точек различий между оцениваемой и используемой для сравнения компаниями.

Устойчивая прибыль

При использовании мультипликатора устойчивой прибыли очень важно, чтобы Оценщик был удовлетворен степенью надежности показателей прибыли. Хотя это и могло бы говорить в пользу применения прошедших аудиторскую проверку «исторических» цифр, а не непроверенных или прогнозируемых на будущее, следует признать, что стоимость, по определению, основана на перспективах развития. На биржевых рынках чаще думают о стоимости в терминах «текущих» или «прогнозируемых» мультипликаторов, а не «исторических». К тому же можно привести такой аргумент, что в динамично изменяющемся окружении оценка должна отражать самую свежую

доступную информацию. Таким образом, существует некий компромисс между надежностью и уместностью доступных Оценщику цифр прибыли. В итоге, сохраняя за собой право разумного выбора, Оценщик должен либо отдать предпочтение использованию исторических (хотя и не обязательно проверенных) цифр прибыли, либо склониться в сторону прогнозируемых цифр прибыли за текущий год, если он считает их надежными.

Какие бы периоды учета прибыли ни использовались, Оценщику нужно быть полностью уверенным в том, что в них представлены надежные оценки устойчивой прибыли, что означает необходимость производить корректировку по отношению к каким-то исключительным или уникальным событиям, а также учитывать воздействия возможного прекращения деятельности или поглощений и прогноза уменьшения поступления прибыли.

Подходящая скидка на реализуемость

Понятие Скидки на Реализуемость связано, скорее, с понятием Инвестиции, чем с понятием Основного бизнеса. Таким образом, предусматривается, что скидка рассчитывается на том этапе, на котором Фонд начинает принимать участие в формировании Стоимости предприятия (см. параграф 3.4, п. 4).

Реализуемость изменяется от ситуации к ситуации и является вопросом суждения. Следует заметить, что понятие Обоснованной стоимости требует, чтобы Скидка на Реализуемость определялась не из перспектив действующего держателя Инвестиции, а исходя из перспектив Участников рынка.

В этом отношении Оценщику необходимо учитывать следующие факты:

- чем ближе и определеннее становится Реализация рассматриваемой Инвестиции, тем ниже будет Скидка на Реализуемость;

- чем больше влияние Фонда на время осуществления Реализации, природу Реализации и сам процесс Реализации, тем ниже будет Скидка на Реализуемость;
- если Основная компания в отчетную дату не рассматривалась как пригодная для продажи или выпуска ее акций на биржу, возникают вопросы – что нужно предпринять, чтобы сделать ее пригодной для этих процедур, насколько трудно и рискованно этого добиться и сколько времени на это потребуется;
- условия, существующие на фондовой бирже, а также уровень активности в сфере слияний и поглощений оказывают воздействие на возможность продажи Основного бизнеса или предложения его акций на бирже.

При оценке влияния Фонда на время осуществления Реализации, природу Реализации и сам процесс Реализации, Оценщиком должны рассматриваться следующие факторы:

- имеются ли еще другие акционеры, таким же образом относящиеся к перспективе Реализации, и какова суммарная степень их влияния?
- существует ли согласованный план (стратегия) выхода?
- существуют ли юридически закрепленные права, позволяющие Фонду вместе с акционерами-единомышленниками требовать от остальных акционеров согласиться с предполагаемой Реализацией и способствовать ее совершению?
- способна ли управляющая команда Основного бизнеса на практике уменьшить перспективы успешной Реализации? Это может иметь место в том случае, если возможные покупатели чувствуют, что управляющая команда играет ключевую роль в будущем успехе данного бизнеса. А если это так, то нужно узнать, каково отношение управляющих к Реализации.

Оценщику следует принимать во внимание, что существуют особые обстоятельства, при которых Скидка на Реализуемость неуместна и не должна применяться. Когда скидка применяется, то в каждой отдельной ситуации при определении подходящей Скидки на Реализуемость Оценщику следует учитывать все относящиеся к делу факторы.

На практике для незарегистрированных ценных бумаг обычно применяется скидка в пределах 10–30% (с шагом в 5%), в зависимости от сопутствующих обстоятельств:

- Если у Фонда (вместе с акционерами, таким же образом настроенными по отношению к реализации) имеются законные права и практическая возможность инициировать процесс Реализации и требовать от других акционеров сотрудничества, или если вместо этого присутствует согласованная стратегия Реализации, подходящей этому случаю будет скидка 10%.
- Если у Фонда (вместе с акционерами-единомышленниками в отношении Реализации) нет такой степени влияния на Реализацию, возможно, вследствие того, что он обладает малой долей акционерного капитала, но другие акционеры не настроены слишком сильно против Реализации, соответствующей окажется скидка 30% (N.B.: если Реализация совсем не просматривается – возможно из-за того, что Фонду принадлежит малая доля акций, а большинство акционеров полностью отрицают возможность Реализации – метод, при котором оценивается Стоимость предприятия в целом, может вообще оказаться неподходящим).
- Если у Фонда (вместе с акционерами-единомышленниками) нет возможности требовать, чтобы другие акционеры содействовали осуществлению Реализации, однако идет постоянная дискуссия по поводу перспектив и сроков Реализации между советом директоров и акционерами, подходящей будет скидка 20% .

Обоснованное распределение Чистой атрибутивной стоимости предприятия

Распределение должно отражать соответствующие суммы, которые пришлось бы на долю каждого держателя финансовых инструментов в случае продажи на том уровне, который был зафиксирован в отчетную дату. Если имеются опционы передачи в управление, или опционы по акциям, или другие механизмы вместо этих (такие как «преимущественные права при ликвидации» в случае инвестиции ранних стадий), которые могут быть приведены в действие в случае продажи компании по данной Стоимости предприятия на отчетную дату, это должно быть отражено при распределении.

Что касается финансовых инструментов, не включающих в себя инструменты акционерного капитала, то если распределение приводит к появлению дефицита по сравнению с суммами, которые должны быть накоплены к отчетной дате в соответствии с условиями контракта, Оценщик должен рассмотреть вопрос о том, должен ли при оценке Обоснованной стоимости учитываться этот дефицит, и если да, то в какой степени. Если обстоятельства таковы, что можно быть уверенным – с учетом присущего этому риска, что Фонд будет в состоянии собрать все суммы, обусловленные соответствующими договорными условиями, тогда этот дефицит не следует принимать во внимание.

3.5. Чистые активы

Эта методология касается определения стоимости компании на основе стоимости ее чистых активов.

Данные методы подойдут, вероятно, для предприятий, чья стоимость вычислена главным образом из основной стоимости активов, а не из прибыли, – таких как инвестиционные компании или компании, обладающие значительной собственностью.

Также они могут оказаться подходящими для предприятия, которое не производит адекватного дохода на свои активы, и для которого

большая стоимость может быть реализована путем продажи его активов и ликвидации. Таким образом, метод Чистых активов в некоторых обстоятельствах приемлем для оценки прямых инвестиций в компаниях, производящих убытки, и в компаниях, достигающих лишь нижней пороговой нормы прибыли.

При использовании метода Чистых активов с целью определения Обоснованной стоимости Инвестиции Оценщику следует:

1. Вычислить Стоимость предприятия для компании, используя подходящие показатели для оценки ее активов и задолженностей (включая, если это уместно, пропорциональное количество активов и задолженностей).
2. Вычесть из Стоимости предприятия все величины, связанные с финансовыми инструментами, чей ранг выше (в ситуации ликвидации), чем у инструментов Фонда самого высокого ранга, чтобы получить Валовую атрибутивную стоимость предприятия.
3. Применять подходящую Скидку на Реализуемость по отношению к Валовой атрибутивной стоимости предприятия, чтобы вычислить Чистую атрибутивную стоимость предприятия.
4. Обосновано распределять Чистую атрибутивную стоимость предприятия между значимыми финансовыми инструментами.

Разъяснения по поводу подчеркнутых терминов даны выше в параграфе 3.4.

3.6. Дисконтированные денежные потоки или прибыль (Основного бизнеса)

Эта методология касается определения Стоимости предприятия путем вычисления текущей стоимости ожидаемых в будущем денежных потоков (или текущей стоимости ожидаемой будущей прибыли в качестве заменителя ожидаемых денежных потоков). Денежные

потоки и «конечная стоимость» определяются Основным бизнесом, а не Инвестицией самой по себе.

Техника Дисконтированного денежного потока (DCF) является достаточно гибкой – она может быть применима к любой «струе» денежных потоков (или прибыли). В контексте оценок прямых инвестиций эта гибкость позволяет применять данный метод в таких ситуациях, где другие методы невозможно использовать. Хотя эта методология может применяться для компаний, проходящих через этапы больших перемен, такие как «спасительное рефинансирование», «санация», изменение стратегии, период нерентабельности, или находящихся на стадии «стартап», при ее использовании имеет место значительный риск.

Недостатки метода DCF обусловлены его требованиями к детальности прогнозов денежных потоков и необходимостью установления «конечной стоимости» и подходящего скорректированного с учетом риска коэффициента дисконтирования. Эти вводные данные в значительной степени подвержены субъективным факторам, и полученная таким образом величина текущей стоимости часто оказывается чувствительной к небольшим изменениям в них.

Из-за высокого уровня субъективности при выборе вводных данных в этом методе, основанные на DCF оценки стоимости являются полезными для перекрестных сравнений со стоимостями, оцененными с применением действующих в условиях рынка методов, и должны использоваться только с величайшей осторожностью и отдельно от других методов.

Оценивая приемлемость этого метода, Оценщику следует убедиться в том, что его неудобства или чрезмерная чувствительность в отдельных ситуациях не приведут к тому, что оценка Обоснованной стоимости станет недостаточно надежной.

При использовании методов Дисконтированного денежного потока или прибыли (Основного бизнеса) для определения Обоснованной стоимости Инвестиции Оценщику необходимо сделать следующее:

1. Определить величину Стоимости предприятия компании, используя обоснованные допущения и приблизительные оценки предполагаемых будущих денежных потоков (или предполагаемой будущей прибыли) и конечной стоимости, а также производя дисконтирование с применением подходящего, скорректированного с учетом присущего данной компании риска, коэффициента дисконтирования.
2. Вычесть из Стоимости предприятия все величины, связанные с финансовыми инструментами, чей ранг выше, чем у инструментов Фонда самого высокого ранга в ситуации ликвидации, чтобы получить Валовую атрибутивную стоимость предприятия.
3. Применять подходящую Скидку на Реализуемость по отношению к Валовой атрибутивной стоимости предприятия, полученной на ступени (2), чтобы вычислить Чистую атрибутивную стоимость предприятия.
4. Обоснованно распределять Чистую атрибутивную стоимость предприятия между значимыми финансовыми инструментами.

Разъяснения по поводу подчеркнутых терминов даны выше в параграфе 3.4.

3.7. Дисконтированные денежные потоки (от Инвестиции)

С помощью этой методологии можно приложить концепцию и технику метода DCF к ожидаемым денежным потокам от самой Инвестиции.

Когда приближается срок Реализации Инвестиции или появления ее акций на бирже и уже в целом существует договоренность о ценах соответствующей сделки, наиболее подходящим для этого случая методом является метод Дисконтированных денежных потоков (от Инвестиции) – в качестве замены ему можно применить к ожидаемым доходам от Реализации или к стоимости циркулирующих на бирже акций простое дисконтирование.

Благодаря своей гибкости, эта методология может применяться в любых ситуациях прямого инвестирования. В особенности она подходит для оценки инвестирования, не связанного с акционерным капиталом, производимого при помощи таких инструментов, как долг или мезанинное финансирование, поскольку стоимость этих инструментов определяется главным образом на основе специфичных для каждого инструмента денежных потоков и рисков, а не из стоимости Основного бизнеса в целом.

Поскольку Оценщик привык полагаться на свои прочные субъективные суждения, ему нужно быть чрезвычайно осторожным при использовании данной методологии в качестве главного базиса для определения Обоснованной стоимости Инвестиции, включающей элементы акционерного капитала. Эти методы часто бывает полезны в качестве критерия обоснованности величины стоимости при ее определении другими методами.

Риски прямого инвестирования, а также нормы доходности, которыми нужно скомпенсировать различные уровни этих рисков, являются главными коммерческими показателями при производстве всех прямых инвестиций. Соответственно им существует целая система отчета, основываясь на которой можно делать допущения относительно коэффициента дисконтирования.

Несмотря на то, что необходимость делать детальные прогнозы денежных потоков на протяжении всего существования Инвестиции может уменьшить надежность и критична для инвестиций акционерного капитала, необходимость в определении «конечной стоимости» сохраняется.

Если Инвестиция включает в себя акционерный капитал или его комбинацию с другими финансовыми инструментами, конечная стоимость обычно вычисляется на основании предполагаемой стоимости Основного бизнеса при Реализации. Отсюда возникает необходимость принимать допущения по поводу будущей работы предприятия и его развития, а также индексов фондовой биржи и других оценочных коэффициентов на предполагаемую дату Реализации. В

случае Инвестиции акционерного капитала небольшие изменения в этих допущениях могут значительно повлиять на оценку. В случае не связанных с акционерным капиталом инструментов конечная стоимость, как правило, является заранее определенной величиной, что заметно увеличивает надежность оценивания.

В условиях, когда Реализация в обозримом будущем не предвидится, конечная стоимость может базироваться на допущениях о никогда не прекращающихся денежных потоках, накапливающихся в пользу держателя Инвестиции. Такие условия (редко предполагаемые при прямом инвестировании) могут возникнуть, когда у Фонда ограничена возможность повлиять на время осуществления Реализации, а те акционеры, которые обладают такими возможностями, не стремятся к Реализации.

Используя метод Дисконтированных денежных потоков (от Инвестиции) для определения Обоснованной стоимости Инвестиции, Оценщик должен вычислить текущую стоимость Инвестиции, используя обоснованные допущения и предположения относительно ожидаемых в будущем денежных потоков и конечную стоимость на фиксированную дату, а также подходящий скорректированный коэффициент риска, численно определяющий присущий данной Инвестиции риск.

3.8. Контрольные показатели оценок стоимости по отраслям

Для целого ряда отраслей существуют специфичные для этих отраслей так называемые контрольные показатели оценок стоимости, например такие, как «цена на койко-место» (для сотрудников лечебно-профилактических учреждений) или «цена на подписчика» (для компаний кабельного телевидения). В других отраслях, включая определенные финансовые службы и секторы информационных технологий, а также в некоторых подразделениях сферы услуг, где долгосрочные контракты являются обычным делом, в качестве контрольных показателей оценок стоимости используются мультипликаторы доходов (*multiples of revenues*). Эти отраслевые нормы часто основаны на допущениях, что инвесторы хотят платить за объем

реализации или долю на рынке и что средняя прибыльность предприятия в этой отрасли не варьируется слишком сильно.

Использование таких контрольных показателей для разных отраслей может быть надежным и вследствие этого подходящим в качестве основы для оценивания Обоснованной стоимости только в ограниченном числе случаев, и скорее оно будет полезным в качестве дополнительного критерия обоснованности стоимостей, вычисленных другими методами.

3.9. Реальные рыночные цены

Фонды прямого инвестирования могут являться держателями Зарегистрированных ценных бумаг, у которых есть реальная рыночная цена.

Ценные бумаги, зарегистрированные на фондовой бирже, должны быть оценены по ценам предложения покупателей на отчетную дату.

Для определенных Зарегистрированных ценных бумаг имеется только одна зарегистрированная рыночная цена, представляющая собой, например, стоимость, по которой была произведена самая последняя сделка с участием данного вида ценных бумаг.

Для других Зарегистрированных ценных бумаг имеются две рыночные цены одновременно: более низкая «цена покупателя» (bid price), зарегистрированная маркет-мейкером, которую он предлагает заплатить инвестору за его долю (цена реализации акций инвестора), и более высокая «запрашиваемая цена» (offer price), которую придется заплатить инвестору, чтобы приобрести холдинг. Третьим ценовым базисом для проведения оценок, в качестве альтернативы «цене покупателя» и «запрашиваемой цене», является среднерыночная цена (усредненная величина от этих цен). Если существуют цена покупателя и запрашиваемая цена, то следует использовать цену покупателя, хотя использование среднерыночной цены не всегда приводит к серьезному завышению стоимости.

Эти методы следует использовать, если цены предложения покупателя установлены на активно работающем рынке. Данный вид ценных бумаг рассматривается как зарегистрированный на действующем рынке, если зарегистрированные цены можно без задержки и регулярно узнавать с биржи, от брокера, дилера, промышленной группы, агентств по ценообразованию или регулирующих агентств, и эти цены соответствуют реальным и регулярно происходящим рыночным сделкам между лицами, сотрудничающими на коммерческих условиях при соблюдении принципа незаинтересованности сторон.

Скидка на реализуемость не должна вообще применяться в отношении цен, прокотированных на активном рынке, если только нет каких-то контрактных, государственных или иных юридически закреплённых ограничений, препятствующих реализации на дату предоставления отчета.

Для определения нужного уровня Скидки на реализуемость Оценщик – при проведении сравнений рассматриваемой Инвестиции с идентичным, но не подвергнутым ограничениям холдингом – должен учитывать размеры той компенсации, которую потребует держатель. В случае шестимесячного «периода замораживания» часто используется на практике 20%-ная скидка на рыночную цену в начале этого периода, уменьшаемая до нуля к его концу.

Если в конкретных условиях данной Инвестиции подходящим является иной уровень скидки, то Оценщику следует использовать этот процент, и следует объявить, что он сделал так, имея для этого достаточные обоснования.

Раздел II

Руководство по применению

Введение

В разделе I содержатся директивы и принципы, касающиеся выбора наиболее оптимальных методов определения стоимости прямых и венчурных инвестиций. В этом разделе осуществляется дальнейшее практическое руководство по применению этих принципов и методологий в конкретных ситуациях.

1. Выбор подходящей методологии

При определении Обоснованной стоимости Инвестиции Оценщику следует применять методы, которые являются подходящими с точки зрения природы данной Инвестиции, фактов и обстоятельств ее осуществления, а также он должен использовать обоснованные допущения и предположения.

При выборе подходящей методологии каждая Инвестиция должна рассматриваться индивидуально. Если какая-то несущественная группа Инвестиций в портфеле однородна по профилю рисков и принадлежности к отрасли индустрии, уместно использовать одну и ту же методологию для всех Инвестиций в этой несущественной группе. Применяемые методы должны быть те же, которые использовались для существенных Инвестиций с таким же профилем рисков и в той же отрасли индустрии.

При выборе подходящей методологии очень важно учитывать стадию развития предприятия и/или его способность производить устойчивую прибыль или устойчивую положительную наличность.

Методы, о которых будет рассказано ниже, наиболее часто применяются для определения стоимости, и основаны они на способно-

сти Основного бизнеса производить доходы (revenues) и прибыль (profits). Ожидается, что Оценщик будет применять эти методы, только если не станет совершенно очевидно, что существует иная методология, которая может предоставить более надежную оценку Обоснованной стоимости.

Выбранные методы должны последовательно применяться в каждом наступившем отчетном периоде, если только в предприятии не произойдут перемены, связанные, например, с его способностью производить устойчивую прибыль.

Предприятия на ранних стадиях своего развития или предприятия без доходов или с незначительными доходами, а также в отсутствие либо прибыли, либо положительных денежных потоков

Для таких предприятий, как правило, находящихся на «посевной», «стартап» или иных ранних стадиях развития, не определены ни текущие, ни краткосрочные будущие величины доходов или положительных денежных потоков. Здесь трудно оценить вероятность и финансовый эффект успеха или неудачи развития или исследовательской деятельности и делать на этой основе надежные прогнозы денежных потоков.

Вследствие этого, наиболее уместным в данном случае подходом к определению Обоснованной стоимости является метод, основанный на рыночных данных, такой как Цена последней Инвестиции.

Этот метод может рассматриваться как подходящий в течение ограниченного отрезка времени после даты заключения соответствующей сделки.

Продолжительность периода времени, в течение которого использование этой методологии остается приемлемым, будет зависеть для каждой Инвестиции от ее индивидуальных обстоятельств, однако на практике чаще всего этот период равен одному году.

По прошествии соответствующего ограниченного периода Оценщик должен проверить, не изменились ли какие-то обстоятельства

Инвестиции, так как уже какая-то другая методология может стать более подходящей, и нет ли каких-то признаков ухудшений или, наоборот, весомых подтвержденных доказательств увеличения стоимости. В отсутствие таких индикаторов, Оценщик, как правило, вернется к той стоимости, о которой сообщалось в предыдущую отчетную дату.

Если нет значительных доходов, прибыли или положительных денежных потоков, применение других методов, таких как мультипликатор прибыли, в целом неприемлемо. Может быть использован метод DCF, однако недостатки имеются и в нем, что связано с большим участием субъективных суждений, и это может привести к тому, что этот метод тоже будет неприемлемым.

Предприятия с доходами, но либо без значительной прибыли, либо без значительных положительных денежных потоков

Для таких предприятий обычно трудно оценить вероятность и финансовый эффект их успешного развития или сделать надежные прогнозы прибыли или денежных потоков. Это касается обычно предприятий, находящихся на ранних стадиях, развивающихся, в ситуациях санации или подъема.

Самым подходящим методом в этом случае может быть Цена последней Инвестиции. Такой подход к оценке Обоснованной стоимости является оправданным, и контрольные показатели стоимости по отраслям могут быть очень полезными в этом случае.

Если предприятие создает прибыль на свои чистые активы ниже ожидаемой, и если большую стоимость можно реализовать, продав эти активы, для оценок могут подойти методы, связанные с чистыми активами.

Применение других методов, например таких как мультипликатор прибыли, в целом здесь неприемлемо. DCF метод может быть использован, однако и в нем имеются недостатки вследствие большого участия в нем субъективных суждений, а это может привести к тому, что DCF метод также окажется неподходящим.

Предприятия с доходами, устойчивой прибылью и/или устойчивыми положительными денежными потоками

В течение некоторого времени после первоначальной Инвестиции метод Цены последней Инвестиции будет являться самым лучшим индикатором Обоснованной стоимости.

Длительность этого периода времени зависит от специфических условий каждого отдельного случая, но не должна превышать один год.

После этого наиболее приемлемым для определения Обоснованной стоимости явится использование отсылок к рынку ценных бумаг и использование метода Мультипликатора прибыли.

2. Особые вопросы

2.1. Внутренние раунды финансирования

Цена, по которой происходит раунд финансирования, является четким индикатором Обоснованной стоимости в тот же день. При использовании метода Цены последней Инвестиции Оценщику необходимо учитывать, нет ли каких-то особых обстоятельств, сопутствующих этому раунду финансирования, которые могли бы уменьшить надежность цены как индикатора Обоснованной стоимости.

Раунд финансирования, в котором участвуют только существующие инвесторы Основного бизнеса в пропорциональных их Инвестициям отношениях (внутренний раунд), вряд ли является подходящим основанием для изменений в оценке стоимости, поскольку сделка могла быть произведена без соблюдения принципа незаинтересованности сторон.

Тем не менее финансирование существующими инвесторами по ценам, установленным на основании более низких оценок стоимости, чем сообщенные в предыдущую отчетную дату (внутренний раунд

понижения, down round), может указывать на уменьшение стоимости и поэтому должно приниматься во внимание.

Внутренний раунд понижения может принимать разнообразные формы, включая корпоративную реорганизацию, т.е. значительные изменения в структуре акционерного капитала компании, такие как конвертирование всех выпущенных акций в акционерный капитал, объединение выпущенных акций с уменьшением их числа (консолидация акций) или даже отмена всех выпущенных акций, до того как капитал увеличится.

Существующие инвесторы, производя внутренний раунд понижения, могут преследовать различные цели. Хотя внутренний раунд понижения свидетельствует о том, что компания была не в состоянии мобилизовать средства от инвесторов по более высокой стоимости, одной из целей такого раунда может быть размывание капитала учредителей или размывание капитала инвесторов, не участвующих в этом раунде финансирования.

Аналогично, если финансирование проведено по более высокой стоимости (внутренний раунд повышения, up round), в отсутствие новых инвесторов или других существенных факторов, которые указывают на то, что стоимость была увеличена, эта сделка сама по себе не может быть надежным индикатором Обоснованной стоимости.

2.2. Промежуточное финансирование

Фонды или связанные с ними организации могут предоставлять займы Основному бизнесу вплоть до нового раунда финансирования (промежуточные займы). Это может делаться в ожидании первоначальной Инвестиции от Фонда или опережая предполагаемую последующую Инвестицию.

В случае первоначальной Инвестиции, когда у Фонда не сделано никаких других Инвестиций в Основной бизнес, промежуточный заем должен оцениваться отдельно. В таких случаях, если ожида-

ется, что финансирование произойдет надлежащим образом и что промежуточный заем просто обеспечивает раннюю доступность средств, Оценщик должен оценивать эти займы по себестоимости.

Если предвидится, что у компании будут трудности с организацией финансирования, и ее выживание будет поставлено под сомнение, то Оценщику следует подумать о принятии мер по уменьшению стоимости этого займа.

Если промежуточное финансирование совершается в уже существующую Инвестицию в ожидании последующей Инвестиции, следует включить промежуточное финансирование вместе с первоначальной Инвестицией в общий пакет Инвестиции, которую оценивают.

2.3. Мезанинные займы

Мезанинные займы являются одним из обычных источников долгового финансирования для Инвестиций. Обычно их ранг ниже, чем у первоочередного долга, но выше, чем у обеспеченных акциями ссуд или акционерного капитала; им присуща процентная ставка, соответствующая уровню риска, который допускает заимодавец, и им могут быть присущи дополнительные потенциально увеличивающие стоимость аспекты, такие как варранты. Часто они предоставляются не поставщиками акционерного капитала, а другой стороной, и по существу могут быть единственным инструментом, которым управляет Фонд в Основном бизнесе. В этих ситуациях мезанинный заем должен оцениваться обособленно. Цена, по которой был предоставлен мезанинный заем, является надежным индикатором Обоснованной стоимости на эту дату. Оценщику следует разобраться в том, не существуют ли какие-то индикаторы ухудшений в стоимости Основного бизнеса, которые предполагают, что заем не будет полностью возвращен. В случае наличия ухудшений этот факт должен быть отражен в Обоснованной стоимости мезанинного займа.

Связанные с мезанинным займом варранты следует рассматривать отдельно от займа. Оценщик должен выбрать методы, подходящие

для оценивания Основного бизнеса, и при оценивании учитывать долю владения, которая оговаривается в используемых варрантах. Предполагается, что в большинстве случаев доля владения будет мала и что держатель варрантов не сможет существенно повлиять на процесс Реализации. В этих ситуациях будет уместным использование большой Скидки на Реализуемость.

В том случае, если мезанинный заем является одним из ряда инструментов, которыми управляет Фонд в Основном бизнесе, тогда мезанинный заем и любые связанные с ним варранты должны быть включены в состав общего пакета оцениваемой Инвестиции.

2.4. Капитализированные проценты по займам

Многие финансовые инструменты, обычно используемые при прямых инвестициях, аккумулируют в себе процент прибыли, который можно реализовать в виде денег только после выкупа этих ценных бумаг (например, долговых обязательств с большим дисконтом или ценных бумаг «плата натурой» (payment-in-kind notes), дающих эмитенту право оплачивать дивиденды или проценты дополнительно выпущенными ценными бумагами того же класса).

При оценивании этих инструментов Оценщику необходимо определить сумму, которую предполагается получить обратно от этих инструментов. Если существуют индикаторы ухудшения, следует сделать оговорки относительно стоимости займа, чтобы отразить ухудшения в стоимости. При определении суммы, которую можно получить обратно, учитывается также существование любых обоснованно предполагаемых улучшений, таких как ступенчатое увеличение процента прибыли. Разница между рассчитанной суммой, которая может быть возвращена, и первоначальной стоимостью займа должна быть распределена по всей предполагаемой продолжительности существования ценной бумаги, чтобы давать постоянный процент прибыли на этот инструмент.

2.5. Индикативные предложения

Инвестиционные предложения, поступившие от третьей стороны в адрес Основного бизнеса, могут служить хорошим индикатором величины Обоснованной стоимости. Это относится к предложениям по поводу покупки Основного бизнеса, как целиком, так и его части, а также к таким ситуациям, как индикация цен рефинансирования – долгового или за счет акционерного капитала.

Однако перед тем как использовать предложение в качестве индикатора Обоснованной стоимости, Оценщику необходимо разобраться в мотивах стороны, сделавшей предложение. Индикативные предложения могут быть сделаны намеренно высокими для того, чтобы, например, дать начало переговорам, получить доступ к компании, или же они ставятся в зависимость от каких-то обязательных условий или будущих событий. Также они могут быть намеренно низкими, если лицо, которое делает предложение, полагает, что продавец, возможно, вынужден продавать свою компанию или пытается увеличить свою долю акций за счет других, менее ликвидных участников. Наконец, индикативные предложения могут делаться на фоне нехватки существенной, детальной, хорошо обоснованной информации.

Все эти мотивации должны быть приняты Оценщиком во внимание, хотя маловероятно, что на их основе можно построить твердое заключение.

К тому же типичное индикативное предложение может послужить дополнительным подтверждением величины стоимости, оцененной при помощи одного из оценочных методов, однако оно не достаточно весомо, чтобы использовать его само по себе.

3. События, вносящие свой вклад в стоимость

При производстве оценок для представления очередного отчета Оценщик должен рассматривать все факторы, которые могли бы внести свой вклад в увеличение или уменьшение стоимости Инвестиции.

В отсутствие надежных индикаторов стоимости, таких как объем последней Инвестиции или уровень создание прибыли, имеется, тем не менее, много трудноуловимых факторов, которые необходимо учитывать Оценщику, поскольку они могут послужить признаками существенных изменений в стоимости.

Примеры событий или изменений в окружающей обстановке, которые могли бы сигнализировать о возможных увеличениях (или уменьшениях) стоимости, могут включать в себя следующие:

- осуществление перспектив Основного бизнеса опережает ожидания (или отстает от них), на которых базировалась Инвестиция;
- Основной бизнес в целом постоянно перевыполняет (или недо-выполняет) свой рабочий план;
- Основной бизнес соответствует (или не соответствует) намеченным уровням показателей деятельности (вехам) на пути своего развития, таким, например, как клинические испытания, техническое развитие, доходы от подразделений, завершение реструктуризации;
- улучшение (или ухудшение) уровня предусмотренной в бюджете деятельности;
- нарушение Основным бизнесом любых своих обязательств по отношению к банкам, несоблюдение гарантий;
- существование внебалансовых статей расходов, непредвиденных задолженностей и гарантий;

- наличие крупных судебных тяжб;
- споры вокруг коммерческих вопросов, например, прав интеллектуальной собственности;
- случаи мошенничества внутри компании;
- смена руководства или стратегического направления Основного бизнеса;
- существенные изменения (плохие или благоприятные) или в деятельности компании, или в ее технологическом, рыночном, экономическом или регуляторном окружении;
- значительные изменения в рыночных условиях – их индикатором могут служить изменения в ценах акций зарегистрированной компании, работающей в том же или родственном секторе;
- Основной бизнес занимается сбором средств, и очевидно, что финансирование будет производиться при условиях, отличающихся от тех, которые преобладали во время предыдущего раунда финансирования.

Оценщик оценивает влияние всех положительных и отрицательных факторов и корректирует величину балансовой стоимости, чтобы она отразила величину Обоснованной стоимости Инвестиции на отчетную дату.

Если произошло уменьшение стоимости, то Оценщик должен снизить величину балансовой стоимости Инвестиции, называемую в прошлую отчетную дату, чтобы отразить это установленное уменьшение.

Если информация для точного определения скорректированной Обоснованной стоимости является недостаточной, уменьшения в стоимости обычно определяются с траншем около 25%. Если Оценщик полагает, что у него есть существенная информация, на основе которой можно точно определить Обоснованную стоимость (это мо-

жет иметь место, если остается 25% или менее от первоначальной стоимости), тогда можно применить меньший транш – 5%.

Если же имеются очевидные признаки того, что произошло создание стоимости, Оценщик может принять решение увеличить балансовую стоимость Инвестиции. Однако это следует делать с осторожностью, потому что подобные позитивные изменения нельзя оценивать до того, как они действительно способствовали повышению стоимости Основного бизнеса. Практически, в отсутствие дополнительных раундов финансирования или производства прибыли, для того чтобы подтвердить перемену курса от уменьшения стоимости в противоположную сторону, в основном используются только эти, более чувствительные индикаторы увеличения стоимости.

4. Влияние структуры сделки

Часто структура прямой Инвестиции является сложной – с участием различных групп акционеров, владеющих различными правами, в связи с которыми либо увеличивается, либо уменьшается стоимость их долей в прибыли в зависимости от успеха (или неуспеха) Основного бизнеса.

При производстве оценок необходимо принимать во внимание воздействие будущих изменений в структуре Инвестиции, которые могут существенно повлиять на Обоснованную стоимость. Эти потенциальные воздействия могут приобретать различные правовые формы и могут инициироваться или по выбору Фонда, или автоматически в ответ на некоторые события, или по выбору другого инвестора. Перечислим основные статьи:

- Опционы на покупку акций и варранты.
- Меры против размывания капитала.
- Условия передачи акций управляющим.
- Конвертируемые долговые обязательства.

- Преимущественные права при ликвидации.
- Обязательства на последующие Инвестиции капитала.

Ситуация с правами должна регулярно проверяться, чтобы поддерживать уверенность в исполнении этих опционов и оценивать их влияние на стоимость Инвестиции Фонда. В каждую отчетную дату Оценщик должен проверять, выполняются ли эти права на деле.

При определении того, действительно ли эти права следует закрепить за участниками, Оценщик должен ограничиться сравнениями стоимости, получаемой пользователем этими правами, со стоимостью пользования ими. Если пользователь получит в результате пользования увеличение стоимости, Оценщик сделает заключение о том, что следует поступить таким образом.

Оценку Обоснованной стоимости следует производить на базе предположения о том, что учитываются все права, которыми можно пользоваться в настоящее время или предполагается воспользоваться (такие как опционы), а также те, которые вступают в силу автоматически при наступлении определенных событий (такие как преимущественные права при ликвидации в случае Реализации или основанные на стоимости опционы передачи в управление).

Следует уделить внимание вопросу о том, приведет ли цена исполнения опциона к появлению добавочных денег в Портфельной компании.

Рабочая группа

- Marie-Fleur Bonte, Менеджер, PricewaterhouseCoopers
- Angela Crawford-Ingle, Партнер, PricewaterhouseCoopers
- Herman Daems, Председатель, GIMV
- Jean-Yves Demeunynck, Директор-распорядитель, AFIC
- Javier Echarri, Генеральный секретарь, EVCA
- Pierre Esmein, Партнер, Deloitte & Touche
- Ann Glover, CEO, Amadeus Capital
- Richard Green, Директор-распорядитель, Kleinwort Capital Ltd.
- Didier Guennoc, Главный экономист, EVCA
- John Mackie, Исполнительный директор, BVCA
- Sylvain Quagliaroli, Партнер, Grant Thornton
- Monique Saulnier, Управляющий партнер, Sofinnova Partners
- Jean-Bernard Schmidt, Председатель, Sofinnova Partners
- Автор текста: Anthony Cecil, Партнер, KPMG.

Краткие резюме организаций – членов EVCA

AFIC (www.afic.asso.fr)

Французская Ассоциация Венчурного Инвестирования

AFIC является независимой организацией. Имея в своем составе 210 активных членов, AFIC объединяет почти все связанные с прямыми инвестициями организации во Франции. К тому же, AFIC имеет 110 ассоциированных членов.

С целью создания четкой системы стандартов для работающих в сфере прямых инвестиций предприятий, AFIC разработала «Этический кодекс», которого должны придерживаться все ее члены. AFIC регулярно публикует справочные документы, в число которых входят «Директивы по наилучшему проведению прямых инвестиций». Наконец, AFIC выпускает рекомендации по корпоративному управлению, которые разрабатываются с целью внедрения принципов прозрачности и ответственности.

AIFI (www.aifi.it)

Итальянская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

AIFI была организована в мае 1986 года с целью пропаганды, развития и официального представительства в Италии деятельности в области прямого и венчурного инвестирования. Ассоциация является некоммерческой организацией, в задачи которой входит: создание благоприятного правового климата для прямого и венчурного инвестирования; анализ итальянского рынка прямых инвестиций с накоплением статистических данных; организация семинаров по бизнесу и специализированных курсов для институциональных инвесторов и для людей, интересующихся рабочей деятельностью в

этом секторе; публикация научных статей по отдельным вопросам рынка прямых инвестиций; построение стабильных и прочных взаимоотношений с прочими национальными ассоциациями венчурного инвестирования и ключевыми фигурами международного рынка прямых инвестиций. AIFI опирается на своих постоянных штатных сотрудников и на различные рабочие комитеты, созданные с целью изучения отдельных вопросов и проектов.

APCRI (www.apcri.pt)

Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования Португалии

APCRI была организована в 1989 году и находится в Лиссабоне. APCRI представляет сектор прямого и венчурного инвестирования Португалии и занимается поддержкой этого класса активов.

Роли APCRI охватывают представительство интересов отрасли перед органами управления и стандартизации; разработку профессиональных стандартов; проведение научных исследований по отрасли; профессиональное развитие; организацию форумов, способствующих взаимодействиям между членами Ассоциации и ключевыми участниками этой отрасли, включая институциональных инвесторов, предпринимателей, политиков и ученых.

Деятельность APCRI охватывает весь спектр прямого инвестирования – от венчурного капитала («посевная», «стартап» и стадия капитала развития) до разного рода выкупов.

APCRI является представителем подавляющего большинства венчурных и прямых инвестиций в Португалии. В состав APCRI входят 16 полноправных членов и 5 ассоциированных членов. Полноправные члены занимаются главным образом прямыми инвестициями в не зарегистрированные на бирже компании.

Предоставление статуса ассоциированных членов касается тех фирм, которые инвестируют непосредственно в форме прямых ин-

вестиций в акционерный капитал, но для которых это не является основным видом деятельности; консультативных фирм, имеющих опыт работы с прямыми инвестициями; а также образовательных или исследовательских учреждений, близко связанных с этой индустрией.

АРЕА (www...)

Ассоциация Прямого Инвестирования Арабских Государств

АРЕА является единственной связанной с данной индустрией пан-арабской ассоциацией, средства на которую предоставлены Социально-экономическим Советом Лиги Арабских Государств. АРЕА была создана для решения проблем, встающих перед фирмами прямых инвестиций и венчурными капиталистами в арабском мире.

АРЕА считает, что прямые инвестиции и венчурный капитал могут явиться важными катализаторами реализации инвестиционных возможностей, увеличения инвестиционных потоков и наивысших достижений в сфере бизнеса в различных отраслях промышленности арабских стран.

Основной миссией АРЕА является повышение роли этой молодой, но быстро растущей индустрии в арабском мире и укрепление позиций прямого инвестирования на развивающемся рынке арабских государств.

ASCRI (www.ascr.org)

Испанская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

ASCRI является некоммерческой ассоциацией, которая была основана в 1986 году с целью пропаганды и развития индустрии прямого и венчурного инвестирования в Испании. Она занимается представлением, управлением и защитой профессиональных интересов своих членов.

Ассоциация содействует развитию и анализу информации в секторе прямых и венчурных инвестиций в Испании, а также обеспечивает контакты между официальными организациями, инвесторами, профессиональными советниками, школами бизнеса и другими подобными учреждениями. В конце мая 2005 года ASCRI включала в себя 84 полноправных члена и 28 ассоциированных членов.

Главными сферами деятельности ASCRI являются следующие: научно-исследовательская деятельность, организация различных мероприятий, таких как Ежегодная генеральная ассамблея, Конгресс ASCRI, учебные семинары, конференции и симпозиумы, обмен сообщениями между членами ASCRI по поводу инвестиционных возможностей, а также рекламная и лоббистская деятельность.

ATIC (www.sodicab.com.tn)

Тунисская Ассоциация Венчурного Инвестирования

ATIC – профессиональная организация, основанная в апреле 2004 года, объединяет более 30 компаний, работающих в сфере прямого и венчурного инвестирования в Тунисе. Ее основной задачей является непосредственное взаимодействие с властными структурами Туниса с целью организации правового и финансового окружения, благоприятствующего развитию индустрии прямого и венчурного инвестирования в Тунисе.

Следующая задача АПИС – создание для своих членов соответствующей среды для установления деловых контактов, взаимного обмена информацией и опытом в развитии бизнеса, а также оказание помощи участникам индустрии Туниса по нахождению развитых технологических проектов и установлению прочных союзнических отношений со своими североафриканскими и европейскими партнерами.

Третья задача АПИС не менее важна – укоренение надлежащей культуры прямого и венчурного инвестирования на местной профессиональной почве, что необходимо для выращивания нового поколения фондовых менеджеров и для достижения стратегического альянса с их европейскими или американскими коллегами. АПИС собирается достигнуть этой цели путем внедрения в среду своих членов в ходе запланированных обучающих программ, созданных в соответствии с международными стандартами практики наилучших профессиональных достижений.

AVCA (www.avcanet.com)

Африканская Ассоциация Венчурного Инвестирования

AVCA была организована в 2002 году и представляет индустрию прямого и венчурного инвестирования Африки. Ее головной офис находится в г. Яунде, Камерун. В состав членов AVCA входят как представители всего Африканского континента, так и участники из других стран. Целями AVCA являются: представлять указанную индустрию в Африке и за рубежом; стимулировать рост и распространение этой индустрии по всей Африке; способствовать установлению профессиональных взаимоотношений и кооперации; предоставлять возможности для повышения квалификации работников этой сферы и проведения научных исследований; публиковать и распространять информацию, добываясь понимания этой индустрии; посылать политическим деятелям предложения по поводу улучшения корпоративной, финансовой и правовой среды для индустрии; поддерживать высокие этические и профессиональные

стандарты и содействовать повышению уровня управления среди инвесторов, портфельных компаний и других участников. Деятельность AVCA охватывает организацию ежегодных отраслевых конференций, выпуск ежеквартальных информационных бюллетеней, создание исследовательских, учебных и пропагандистских программ. Более подробную информацию о AVCA Вы можете найти на сайте www.avcanet.com.

AVCAL (www.avcal.com.au.)

Австралийская Ассоциация Венчурного Инвестирования

AVCAL представляет интересы индустрии прямого и венчурного инвестирования Австралии. Пятьдесят инвесторов-членов AVCAL управляют суммой в 10 миллиардов австралийских долларов. В число ролей AVCAL входят следующие: пропаганда индустрии, обучение работающих в ней сотрудников, развитие ее признания в обществе, проведение организационных мероприятий, применение в ее работе положений генерального курса оценок и раскрытий, использование внутренних норм доходности в качестве контрольных показателей, развитие в индустрии нормативных соглашений партнерств с ограниченной ответственностью.

AVCAL ежегодно организует около 40 отраслевых мероприятий, собирающих для обмена опытом участников индустрии со всей Австралии, а также, для большей эффективности своей работы, поддерживает свое присутствие в режиме «онлайн» на сайте.

AVCO (www.avco.at)

Австрийская Организация Прямого и Венчурного Инвестирования

AVCO является Национальной Ассоциацией участников индустрии прямого и венчурного инвестирования Австрии, и более чем 90% игроков на рынке прямых инвестиций Австрии являются ее членами.

- Она выступает в качестве владеющего знаниями партнера и независимого источника информации для журналистов, предпринимателей, потенциальных инвесторов, частных и государственных учреждений, а также для международных организаций, заинтересованных в австрийской индустрии прямых инвестиций, ее развитии, структуре и деятельности.
- Она действует как официальный представитель индустрии, принимая активное участие в усовершенствовании политики в отношении налогового, правового и экономического окружения в тесном контакте с политиками.
- Будучи проактивной связующей организацией, Ассоциация стимулирует как кооперацию внутри самой индустрии, так и взаимодействия с игроками из других областей, направленные на усиление притока информации и создание систем обучения.
- Дополнительно, AVCO играет роль интерфейса для международного обмена опытом, информацией и знаниями с другими европейскими ассоциациями прямого и венчурного инвестирования (такими как ЕС, EVCA и т.д.). Использует и внедряет в австрийскую практику лучшие примеры организации работы мировой индустрии прямого и венчурного инвестирования.

В настоящее время AVCO приступает к созданию структур фондов прямых инвестиций, благоприятных для Австрии в международном масштабе, и недавно AVCO опубликовала «Руководство по отношениям с инвесторами» – стандарты поведения своих членов при взаимодействиях с инвесторами – с целью увеличения прозрачности и доверия в индустрии прямых инвестиций в Австрии. В соответствии с этими усилиями, AVCO приветствует публикацию данных Директив и будет стараться содействовать их внедрению и точному исполнению своими членами.

BVA (www.bva.be)

Бельгийская Венчурная Ассоциация

BVA была основана в 1986 году как профессиональная ассоциация. Ее предназначением является следующее:

1. Стимулировать развитие индустрии прямого и венчурного инвестирования в Бельгии путем разворачивания среди своих членов и других сопричастных лиц широкой активности, направленной на развитие сектора прямых и венчурных инвестиций в этой стране. Главнейшими целями этой деятельности являются следующие: поощрение активных взаимосвязей как среди членов BVA, так и между членами BVA и представителями других заинтересованных сторон; предоставление обширной информации ее членам по всем темам, связанным с прямыми и венчурными инвестициями; улучшение качества работы этого сектора.
2. Выдвигать идею о достижении процветания в Бельгии индустрии прямого и венчурного инвестирования для ознакомления с ней всех имеющих к ней отношение сторон. Целями такого выдвижения являются следующие: активно знакомить третьи стороны с существующей в Бельгии индустрией прямых и венчурных инвестиций в качестве признанного представителя этой индустрии, заниматься активным лоббированием как улучшения ситуации, так и удаления препятствий на пути развития бельгийской индустрии прямых и венчурных инвестиций, способствовать постоянному развитию этого бизнеса в стране.

BVCA (www.bvca.co.uk)

Британская Ассоциация Венчурного Инвестирования

BVCA объединяет подавляющее большинство фирм прямого и венчурного инвестирования в Соединенном Королевстве. BVCA является общественным лицом этой отрасли, она предоставляет услуги

своим членам, инвесторам и предпринимателям, а также правительству и средствам массовой информации.

BVK (www.bvk-ev.de)

Немецкая Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

BVK была организована в 1989 году и представляет большинство фирм прямого и венчурного инвестирования Германии, а также подразделений иностранных фирм прямого и венчурного инвестирования, работающих в Германии. Кроме полноправного членства BVK предлагает участие в качестве ассоциированных членов компаниям и организациям, работающим в этом заслуживающем особого внимания секторе бизнеса: бухгалтерам, юристам, консультантам и т.д.

BVK служит связующим звеном между правительством и бизнесом и представляет мнения, нужды и проблемы своих членов, поставляя информацию и обсуждая любые частные политические и экономические предметы с имеющими к этому отношению правительственными учреждениями.

Так как в последнее время проявляется интерес к вопросам венчурных и прямых инвестиций в акционерный капитал в сфере науки и научных исследований, BVK поддерживает научно-технические разработки студентов и преподавателей университетов, а также учащихся колледжей.

На международной арене BVK обменивается информацией с другими национальными организациями из экономического сектора и прямого и венчурного инвестирования.

CVCA (www.cvca.ca)

Канадская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования

Канадская Ассоциация CVCA была основана в 1974 году и является ассоциацией, представляющей интересы индустрии прямого и венчурного инвестирования Канады. Более чем 1100 ее членов – это фирмы и организации, управляющие основной массой канадского капитала, предназначенного для использования в качестве венчурных и прямых инвестиций.

Ассоциация благоприятствует профессиональному развитию, установлению связей и взаимодействий, исследованиям и образованию в рамках сектора венчурного и прямого инвестирования и представляет интересы индустрии в вопросах налоговой и регуляторной политики.

CVCA (www.cvca.com.hk)

Китайская Ассоциация Венчурного Инвестирования

Китайская ассоциация CVCA создана для поддержки интересов и развития индустрии венчурного капитала и прямых инвестиций и объединяет членов коммерческих организаций в Регионе Большого Китая. В настоящее время CVCA включает в себя около 100 фирм-членов, которые в совокупности управляют капиталом в фондах на сумму более 100 миллиардов долларов.

Фирмы-члены CVCA обладают богатым опытом в мировом масштабе и осуществили много успешных инвестиций в различные сектора промышленности в Китае, включая сектора ИТ, телекоммуникаций, бизнес-услуг, СМИ и развлечений, биотехнологий, потребительских товаров и общего производства.

Миссия CVCA – развивать понимание важности индустрии как для жизнеспособности экономики Большого Китая, так и для глобаль-

ной экономики; содействовать выработке политических решений, благоприятствующих развитию индустрии; вырабатывать и удерживать высокий уровень этических и профессиональных стандартов; содействовать развитию кооперации и обмена опытом среди своих членов; предоставлять инвесторам данные исследований; готовить публикации по вопросам индустрии и возможностям профессионального роста.

CVCA имеет основной официальный офис в Гонконге и представительский офис в Пекине (Beijing). Средства на деятельность CVCA формируются из членских взносов. Членство в CVCA доступно для всех сфокусированных на Китае профессиональных организаций, для корпоративных венчурных инвесторов, а также для родственных профессиональных компаний, которые могут вступить в CVCA в качестве ассоциированных членов. Ассоциация имеет сотрудников по связям в Шанхае, Ксиане и Силиконовой Долине, занимающихся вопросами установления деловых контактов, организации обмена знаниями и опытом на местах.

CVCA (www.cvca.cz)

Чешская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования

Чешская Ассоциация CVCA является ассоциацией, представляющей компании, работающие в секторе прямого и венчурного инвестирования в Чешской Республике. В состав CVCA входят как полноправные члены (менеджеры Фондов прямых и венчурных инвестиций), так и ассоциированные члены (компании, предоставляющие консультативные услуги для индустрии прямых и венчурных инвестиций).

Приоритетными направлениями деятельности CVCA являются следующие: повышение уровня знаний о предмете прямых/венчурных инвестиций среди предпринимателей, государственной администрации и широкой общественности; привлечение внимания к интересам членов CVCA во время контактов с правительственными и другими государственными органами; обеспечение наличия в Чеш-

ской Республике информации об индустрии прямого и венчурного инвестирования; обеспечение платформы для дискуссий между членами CVCA.

DVCA (www.dvca.dk.)

Датская Ассоциация Венчурного Инвестирования

DVCA является ассоциацией, цель которой – укрепление предприятий ее членов, их общности и компетенции.

В состав DVCA входят самые разные инвесторы высокотехнологического сектора Дании. В сферу интересов этой организации входят все типы инвестирования – от индивидуальных бизнес-ангелов и фирм венчурного инвестирования до фондов прямых инвестиций и институциональных инвесторов.

DVCA была организована в 2000 году, и в 2004 году слилась с бывшей Датской организацией бизнес-ангелов.

EMPEA (www.empea.net)

Ассоциация Прямого Инвестирования Развивающихся Рынков

EMPEA является организацией с широкой географией своих членов, созданной для служения интересам фирм прямого и венчурного инвестирования, оперирующих на развивающихся рынках Азии, Восточной Европы, Африки, Латинской Америки и Ближнего Востока. Ассоциация считает, что прямое инвестирование может генерировать большие доходы для инвесторов, выступая в то же время как основной фактор экономического роста на этих рынках.

Несмотря на существенные различия между отдельными регионами развивающихся рынков, фирмы прямых инвестиций имеют дело с важными общими для них проблемами и возможностями.

В программу ЕМРЕА входит организация конференций, предоставление площадок для установления деловых контактов, обмена знаниями и опытом среди участников индустрии прямого и венчурного инвестирования, исследовательская работа, ежеквартальные публикации и пропаганда. Для осуществления своей миссии Ассоциация работает в тесном сотрудничестве с национальными и региональными ассоциациями прямого и венчурного инвестирования. Штаб-квартира Ассоциации находится в Вашингтоне.

EVCA (www.evca.eu)

Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

EVCA была организована в 1983 году и находится в Брюсселе. EVCA представляет европейский сектор индустрии прямых инвестиций и способствует продвижению этого класса активов как в Европе, так и по всему миру. Объединяя более 1000 членов в Европе, EVCA исполняет функции, включающие в себя представительство интересов индустрии в органах управления и стандартизации; разработку профессиональных стандартов; проведение научных исследований; повышение квалификации и организацию форумов, облегчающих взаимодействий между своими членами и ключевыми участниками этой индустрии, включая институциональных инвесторов, предпринимателей, политиков и ученых.

FVCA (www.fvca.fi)

Финская Ассоциация Венчурного Инвестирования

В 2005 году FVCA отпраздновала 15-летнюю годовщину своей деятельности. Ассоциация является некоммерческой организацией, представляющей интересы индустрии венчурного и прямого инвестирования, основная миссия которой – стимулировать и развивать эту индустрию в Финляндии. Главные задачи – общественная рабо-

та, лоббирование, установление деловых контактов и обмен опытом, а также исследовательская работа.

В составе FVCA представлены почти все финские компании венчурного и прямого инвестирования. Полное членство является привилегией венчурных инвесторов и рискованных финансистов, представляющих частный и государственный инвестиционный капитал, эмитивные фонды и корпоративные венчурные организации. Ассоциированными членами могут стать организации и отдельные лица, проявляющие интерес к индустрии венчурного и прямого инвестирования.

GVCA (www.gulfvca.org)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Стран Персидского Залива

GVCA является некоммерческой ассоциацией, представляющей интересы индустрии венчурного капитала и прямых инвестиций, базирующейся в Королевстве Бахрейн и обслуживающей весь регион Персидского Залива. Ее основные функции заключаются в содействии развитию культуры рискованных инвестиций, выработке соответствующих знаний и умений, помощи в установлении деловых контактов и обмене опытом, предоставлении информации и статистических данных.

Миссия Ассоциации – служить интересам индустрии и способствовать ее развитию в регионе.

Цели:

1. Продвигать и пропагандировать как способствующую экономическому росту региона.
2. Содействовать установлению деловых контактов, обмену знаниями и опытом среди участников индустрии.

3. Собирать и распространять статистические данные и прочую информацию, необходимую участникам индустрии.
4. Разрабатывать и внедрять профессиональный и этический кодекс поведения своих организаций-членов.
5. Поддерживать профессиональный рост и обучение.

Деятельность Ассоциации затрагивает такие аспекты индустрии, как определение тенденций и выработка стратегий, правовая/фискальная политика и регулирование, инвестиционные модели, управление мобилизацией и структурированием капитала, оценки, контракты и контроль, информация/обучение, инвестиции ранних стадий, выкупы, IPO, венчурное финансирование со стороны корпораций и т.п.

Членами GVCA являются венчурные компании, финансовые учреждения, корпорации, консалтинговые организации.

HKVCA (www.hkvca.com.hk)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Гонконга

Ассоциация была организована 12 ноября 1987 года в целях поддержки и защиты интересов индустрии прямого и венчурного инвестирования, установления связей и кооперации на региональном и международном уровнях и поднятия профессиональных стандартов рынка.

Члены HKVCA заняты на всех уровнях деятельности в сферах венчурного инвестирования, капитала расширения и выкупов в Китае, Японии, Корее, Австралии, Тайване, Таиланде, Сингапуре и на других азиатских рынках.

HKVCA активно занимается продвижением индустрии венчурного инвестирования в качестве финансового и делового партнера компаний, а также созданием окружения, благоприятствующего установлению прочных партнерских связей. HKVCA отдает много сил

достижению на рынке высокого уровня профессиональных стандартов, чтобы добиться доверия инвесторов к этому классу активов.

Ассоциация обеспечивает своим членам эффективные каналы коммуникации для обмена информацией о положении дел в индустрии, как на региональном, так и на международном уровнях. Она также работает в тесном сотрудничестве с правительственными и различными профессиональными организациями в целях развития у них интереса к этой индустрии.

HVCA (www.hvca.hu)

Венгерская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

HVCA была основана в 1991 году и представляет фактически все крупные источники финансирования и опыта в сфере прямых инвестиций в Венгрии. Целью Ассоциации является продвижение и развитие этой индустрии, а также создание и соблюдение более высоких профессиональных и этических стандартов.

Ассоциация регулярно организует форумы для обмена опытом среди своих членов, где на высоком уровне проводятся дискуссии по вопросам индустрии прямого и венчурного инвестирования и намечаются планы на будущее. В качестве официального представителя индустрии, HVCA поддерживает постоянную дискуссию с финансовыми и законодательными органами Венгрии и с другими профессиональными организациями.

ILPA (www.ilpa.org)

Ассоциация Институциональных Инвесторов с Ограниченной Ответственностью

ILPA является международной некоммерческой организацией, занимающейся оказанием услуг инвесторам – партнерам с ограниченной ответственностью, работающим в рамках глобальной индустрии

прямых инвестиций. Эта помощь заключается в организации форумов, на которых решаются вопросы установления взаимно обогащающих рабочих связей, улучшения уровня подготовки кадров в данном классе активов, внедрения научных исследований и стандартизации в среде индустрии прямых инвестиций.

Первоначально организованная как неформальная объединенная группа, ILPA является добровольной организацией, финансируемой своими членами. В состав ILPA входят организации из 10 стран, под управлением которых находятся активы, суммарно исчисляемые более 2 трлн долл. Члены ILPA управляют капиталом в составе прямых инвестиций на общую сумму более 300 млрд долл. В состав членов ILPA входят корпоративные и общественные пенсионные фонды, благотворительные фонды и фонды пожертвований, страховые компании и другие институциональные инвесторы, занимающиеся прямыми инвестициями в акционерный капитал.

Раз в полгода ILPA организует конференции для своих членов.

Главный офис организации находится в Торонто, Канада.

IVCA (www.ivca.ie)

Ирландская Ассоциация Венчурного Инвестирования

IVCA является организацией, представляющей индустрию венчурного капитала Ирландии. Ассоциация была организована в 1985 году с целью представления интересов ее членов и развития индустрии венчурного инвестирования в Ирландии.

IVCA стремится поощрять кооперацию и лучшие примеры работы в этой отрасли, а также помогать тем, кто нуждается в венчурном капитале. Она проводит постоянную работу над созданием экономического и регуляторного климата, способствующего росту и развитию экономики предпринимательства.

LAVCA (www.lavca.org)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Латинской Америки

LAVCA – некоммерческая организация, работа которой направлена на поддержку развития индустрии венчурного и прямого инвестирования в странах Латинской Америки и Карибского бассейна.

Основными членами LAVCA являются менеджеры фондов, институциональные инвесторы и корпоративные инвесторы, действующие в регионе. В число ассоциированных членов Ассоциации входят отдельные сервисные организации, финансовые организации, торговые ассоциации и учебные учреждения.

Миссия LAVCA – стимулировать рост экономики в регионе путем развития прямого и венчурного инвестирования – достигается путем создания исследовательских и учебных программ, установления деловых контактов, организации полезного обмена опытом и знаниями среди участников индустрии, внедрения лучшего инвестиционного опыта, а также путем защиты интересов индустрии в правительственных кругах.

LVCA (www.lvca.lv)

Латвийская Ассоциация Венчурного Инвестирования

LVCA – общественная организация, основанная компаниями, управляющими инвестиционными фондами различных объемов и предназначения, с целью ускорения развития сектора венчурного капитала в Латвии.

LVCA выполняет целый ряд функций: информирует бизнесменов и общество о возможностях венчурного капитала, способствует распространению опыта своих членов, представляет мнения и интересы своих членов на переговорах с представителями властей, ор-

ганизует и поддерживает кооперацию с ассоциациями венчурного инвестирования – как международными, так и других стран.

NVCA (www.nvca.no)

Норвежская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования

NVCA была основана в 2001 году и является некоммерческой ассоциацией, поддерживающей интересы компаний, работающих в норвежской индустрии. Ассоциация представляет интересы работающих в Норвегии фирм прямого и венчурного инвестирования, а также ассоциированных членов из сферы услуг – юридические, консультативные, инвесторские и корпоративные финансовые компании.

Главными целями Ассоциации являются: создание эффективно работающего рынка прямых инвестиций, улучшение системы руководства этой индустрией, продвижение предпринимательства и обеспечение политического фокуса на положении Норвегии в качестве сильной и привлекательной для международных инвестиций страны.

NVCA предоставляет знания, аналитические исследования и общую информацию правительству и средствам массовой информации, доводит до сознания общественности важность этой индустрии и ее роли в национальной инновационной системе и общем промышленном развитии Норвегии.

NVP (www.nvp.nl)

Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования Нидерландов

NVP работает в интересах компаний прямых инвестиций в Нидерландах. Целями NVP являются: в кооперации с правительством разрабатывать адекватную систему управления для сектора прямых

инвестиций и его клиентов; информировать предпринимателей и бизнесменов о финансовых возможностях прямых инвестиций в акционерный капитал, информировать инвесторов о характеристиках прямых инвестиций как класса активов; повышать осведомленность общества и улучшать общественный имидж прямых инвестиций для достижения вышеупомянутых целей; способствовать дальнейшему поднятию уровня профессионализма в секторе прямых инвестиций.

Члены NVP отвечают за 95% от числа прямых инвестиций и около 85% от суммарного инвестированного капитала в Нидерландах.

PPEA (www.ppea.org.pl)

Польская Ассоциация Прямого Инвестирования

PPEA объединяет фонды прямого и венчурного инвестирования, работающие в Польше. Предназначением PPEA, организованной в январе 2002 года, является распространение и развитие индустрии прямых и венчурных инвестиций и представление интересов польского сообщества прямых и венчурных инвестиций в Польше и за рубежом. В состав PPEA входят большинство фирм прямых инвестиций, работающих в Польше, а также ассоциированные члены, представляющие юридические и консалтинговые компании, работающие на эту индустрию. Под управлением полноправных членом находится капитал на сумму более 4.5 млрд евро, и в их портфелях в настоящее время находится около 300 польских компаний и более 50 компаний из других государств Центральной и Восточной Европы.

PPEA организовала ряд комитетов для работы над вопросами своей политики и выработки практических действий. Эти комитеты объединяют полноправных членом и ассоциированных членом, представляющих каждый свою профессиональную область. На сегодняшний день PPEA имеет комитеты, работающие над следующими темами: корпоративное управление, вопросы права и лоббирования,

пенсионные фонды, финансирование малых и средних предприятий и инновации, а также вопросы статистики.

Reseau Capital (www.reseaucapital.com)

Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования Квебека

Reseau Capital насчитывает в своем составе более 500 членов, включающих в себя компании государственного и частного венчурного инвестирования и фирмы профессиональных услуг в этой области.

Reseau Capital по своей структуре является ассоциацией основных игроков индустрии прямого и венчурного инвестирования, миссия которой состоит в поддержке развития индустрии и профессионального роста своих членов путем оказания им целого ряда услуг и помощи в обучении, тренинге, получении информации, организации деловых контактов, обмена знаниями и опытом, а также защиты их интересов.

Главные цели – дальнейшее совершенствование делового окружения, благоприятствующего работе венчурного сообщества, главным образом путем распространения знаний и проведения тренингов; организации эффективных деловых контактов, обмена знаниями и опытом среди участников индустрии; продвижения венчурного капитала как эффективного инструмента развития деловой среды Квебека; помощь другим организациям, связанным с индустрией.

RVCA (www.rvca.ru)

Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

РАВИ (RVCA) была создана в 1997 году и ее центральный офис находится в Санкт-Петербурге.

Задачей РАВИ является поддержка организации и развития индустрии прямых и венчурных инвестиций в России.

Целями РАВИ являются следующие: создание политической и предпринимательской среды, благоприятствующей инвестиционной деятельности в России; представление интересов членов Ассоциации в политических и административных органах, СМИ, финансовых и промышленных кругах в России и за рубежом; обеспечение информационной поддержки и проведение Российской Венчурной Ярмарки – коммуникативной площадки для общения российских профессионалов инвестиционной сферы, создание новой формации квалифицированных специалистов для работы в компаниях венчурного бизнеса.

По инициативе РАВИ в 2006 году было создано Содружество Бизнес-Ангелов России (СБАР).

РАВИ является уникальной в России профессиональной организацией, объединяющей прогрессивные финансовые учреждения, инвестирующие в частные российские компании. RVCA полностью воспринята сообществом и бизнесом и пользуется поддержкой Российского правительства.

SAVCA (www.savca.co.za)

Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования Южной Африки

SAVCA является некоммерческой организацией, базирующейся в Южной Африке и представляющей интересы работников индустрии прямых и венчурных инвестиций, где все ключевые фигуры этой индустрии являются членами данной Ассоциации. Полноправное членство в SAVCA обеспечивает фирмам-членам высокую степень поддержки и означает высокий уровень профессионализма и цельности.

SAVCA играет значительную роль в южноафриканской индустрии прямых и венчурных инвестиций, продвигая индустрию и помогая ее участникам, способствуя организации самоуправления, установлению профессиональных стандартов, занимаясь лоббированием и распространением информации об индустрии, устраивая курсы по обучению персонала своих членов и организуя научные исследования этой индустрии в Южной Африке.

Основными целями SAVCA являются следующие: пропаганда в Южной Африке профессий, связанных с венчурным и прямым инвестированием; представление профессиональных интересов на национальной и международной арене; повышение профессионального и оперативного уровня прямых и венчурных инвестиций; содействие распространению венчурного и прямого инвестирования; сбор информации с рынков и от своих членов; распространение информации; поощрение и укрепление контактов среди своих членов; помощь в повышении квалификации руководящих кадров среди инвесторов и портфельных компаний; передача политическим деятелям предложений относительно улучшения корпоративной, финансовой и правовой среды индустрии прямых и венчурных инвестиций в Южной Африке; а также поддержание высоких этических и профессиональных стандартов.

SECA (www.seca.ch)

Ассоциация Прямого и Корпоративного Инвестирования Швейцарии

SECA является представительной организацией для секторов прямых инвестиций, венчурного капитала и корпоративных финансов Швейцарии, в задачи которой входит развитие деятельности, связанной с прямыми инвестициями и корпоративными финансами.

В число членов SECA входят компании, занимающиеся инвестициями акционерного капитала, банки, советники по корпоративным финансам, аудиторские компании, консультанты по вопросам управления и частные инвесторы.

Ассоциация является некоммерческой организацией и в своей деятельности преследует следующие цели: пропаганда деятельности в сферах корпоративных финансов и прямых инвестиций среди общественности и целевых организаций, обмен идеями и кооперация между членами, повышение уровня профессиональных знаний среди своих членов и их клиентов, представление интересов и мнения своих членов в дискуссиях с правительственными и иными органами, установление и поддержка этических и профессиональных стандартов.

В дополнение SECA создает для своих членов платформу для обмена информацией и опытом. Главными направлениями деятельности SECA являются: проведение семинаров и обсуждений случаев из практики, публикация статистических данных, касающихся прямых инвестиций и выкупов управляющими в Швейцарии, ежеквартальный выпуск бюллетеня «Новости SECA» (только для членов), контакты с другими ассоциациями и государственными учреждениями.

SLOVCA (www.slovca.sk)

Словацкая Ассоциация Венчурного Инвестирования

SLOVCA была создана в 1995 году, и ее первоначальной целью было углубить знакомство с предметом прямого и венчурного инвестирования предпринимателей, инвестиционных фондов, банков, а также учреждений экономического, политического и управленческого профиля в Словакии.

В своей деятельности SLOVCA ставит перед собой следующие цели: обеспечивать необходимой информацией лиц, занимающихся поисками средств для новых или уже существующих предприятий, представлять интересы своих членов перед правительственными и другими имеющими к этому отношение учреждениями и органами, организовывать конференции для совместной работы своих членов, обмена мнениями и опытом, предоставлять возможность для образования и тренинга заинтересованным лицам, а также поддерживать наивысшие стандарты ведения бизнеса.

SVCA (www.svca.se)

Шведская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

SVCA была организована в 1985 году и объединяет в своих рядах фирмы прямого инвестирования, бизнес-ангелов и сервисные организации Швеции, в которой среднегодовой объем прямых инвестиций составляет более 1% от национального ВВП.

Деятельность SVCA направлена на улучшение работы индустрии прямых инвестиций в Швеции. SVCA стремится распространять информацию о том, как функционирует индустрия и какие условия необходимо создавать, чтобы предприниматели и инвесторы объединенными усилиями смогли помочь развитию шведской экономики и промышленности, необходимого для будущего процветания страны.

SVCA работает над профессиональным совершенствованием игроков, действующих в рамках индустрии, путем организации их обучения, создания кодексов правильного поведения, внедрения принципов прозрачности и методов оценки, организации деловых контактов, обмена опытом и знаниями в ходе семинаров с участием иностранных коллег.



EUROPEAN PRIVATE EQUITY &
VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

EVCA была организована в 1983 году и находится в Брюсселе, представляет европейский сектор индустрии прямых инвестиций и способствует продвижению этого класса активов как в Европе, так и по всему миру.

Объединяя около 1300 членов в Европе, EVCA исполняет функции, включающие в себя представительство интересов индустрии в органах управления и стандартизации; разработку профессиональных стандартов; проведение научных исследований; повышение квалификации и организацию форумов, облегчающих взаимодействия между своими членами и ключевыми участниками этой индустрии, включая институциональных инвесторов, предпринимателей, политиков и ученых не только в Европе, но и в других странах.

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

website: www.evca.eu