

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

**Кафедра**

**«Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»**

Работа допущена к защите  
Заведующий кафедрой  
проф. Рубцов Б.Б.

---

«\_\_»\_\_\_\_\_2011

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ (ДИПЛОМНАЯ) РАБОТА**

на тему:

**«Схема организации, объекты инвестирования и оценка результатов  
деятельности фонда частного капитала»**

**Выполнил:**

студент группы РЦБ 5-6

Антонов И.В.

**Научный руководитель:**

Доц., к.э.н. Брюховецкая С.В.

Дипломная работа размещена на сайте [www.mirkin.ru](http://www.mirkin.ru) 06.09.2011 г.

Москва 2011

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
<b>Глава 1. Значение и особенности фондов частного капитала.....</b>	<b>5</b>
1.1 Место фондов частного капитала в цепочке развития компании.....	5
1.2 Организационное устройство фондов частного капитала.....	9
1.3 Формы участия фондов частного капитала в деятельности портфельных компаний .....	16
1.4 Способы выхода из портфельных компаний.....	16
<b>Глава 2. Методологические подходы и способы оценки будущей эффективности деятельности фондов частного капитала и портфельных компаний.....</b>	<b>22</b>
2.1 Подходы к оценке эффективности фондов частного капитала .....	22
2.2 Показатели, используемые фондами частного капитала при оценке портфельных компаний .....	31
<b>Глава 3. Тенденции функционирования фондов частного капитала ЕС и России в условиях финансовой глобализации.....</b>	<b>47</b>
3.1 Современное состояние и особенности функционирования фондов частного капитала в Европе .....	47
3.2 Институциональная структура и перспективы развития российских фондов частного капитала .....	51
Заключение.....	64
Список литературы.....	66

## ВВЕДЕНИЕ

Фонды частного капитала (private equity funds) приобретают все большее значение в мировой экономике. Их основной особенностью является то, что они инвестируют средства в закрытые компании, акции которых не торгуются на публичном рынке. Это означает повышенные риски с одной стороны, и большие, чем у открытых фондов прибыли – с другой. На наш взгляд, фонды частного капитала имеют огромное значение в таких значимых процессах, как развитие конкуренции, внедрение инновационного производства, реорганизация и спасение от банкротства различных компаний. В развитых экономиках западных стран, особенно в США, сектор private equity открывает целые отрасли высокотехнологичной продукции и основывает инновационные регионы, такие, как Силиконовая долина. Проблема инновационного развития России уже давно стоит на повестке дня, и подобный опыт заставляет глубже изучать проблему инвестирования в закрытые компании и старт-апы, анализировать проблемы отечественных фондов, с научной точки зрения рассматривать многие уникальные для данной отрасли процессы.

Целью данной работы является теоретическое обобщение основ функционирования фондов частного капитала за рубежом, анализ их деятельности и обоснование перспектив развития в России. Для достижения цели перед работой поставлено 3 задачи:

- 1) Рассмотреть конкурентную нишу, структуру и особенности фондов частного капитала.
- 2) Показать процесс оценки инвестиций в частный капитал управляющей компанией фонда частного капитала и инвесторами самого фонда.
- 3) Сделать анализ российского рынка частного капитала, сравнить его с рынками развитых стран и определить перспективы развития.

Роль фондов частного капитала в развитии портфельных компаний рассматривается в трудах таких ученых, как Джозеф Барлет, Грег Грегору, Пауль Сомерс. В работах Стивена Кэплана, Пера Стомберга, Кэтрин Кеэмел рассматриваются характерные особенности, отличающие фонды частного

капитала от других фондов. Вопросами оценки вложений в фонды частного капитала и портфельные компании изучали такие ученые, как Алексей Герасименко, Джон Уилсон, Дэвид Гледстоун, Лаура Гледстоун. Однако по многим теоретико-практическим вопросам до сих пор не найдены решения или не составлены мнения. На такие вопросы, как отнесение фондов венчурных инвестиций к фондам частного капитала, нахождение оптимальной формы устройства фонда частного капитала, определение стоимости, привносимой фондом частного капитала в портфельную компанию, нахождение оптимального способа «выхода» (см. понятийный аппарат в гл.1) из портфельной компании, определение оптимального метода оценки фондов частного капитала и оценки портфельных компаний, определение перспектив развития фондов частного капитала в России – не найдено единого ответа всеми исследователями.

В данной работе мы попытались на основе трудов ведущих исследователей разработать классификацию фондов частного капитала, построить модель оценки инвестиционных вложений фондами частного капитала и их инвесторами, составить схему устройства фонда частного капитала, выделить ту уникальную стоимость, которую привносят фонды частного капитала в портфельную компанию, рассмотреть преимущества и недостатки определенных видов «выхода» из портфельных компаний, очертить круг проблем российского рынка частного капитала.

Результаты исследования могут быть применены как в дальнейших научных изысканиях по данной тематике, так и в отборе проектов управляющими компаниями фондов частного капитала, при анализе инвестиционных стратегий стартапов, при планировании стратегия развития российского рынка частного капитала, при выборе объекта вложения инвесторами.

## **Глава 1. Значение и особенности фондов частного капитала.**

### **1.1. Место фондов частного капитала в цепочке развития компании**

Становление компании с момента появления некой рыночной идеи до превращения ее в публично торгуемую империю может занять многие годы<sup>1</sup>. Компания пройдет много стадий роста, как-то:

- 1) Старт-ап – фаза зарождения компании
- 2) Венчур – чуть более зрелая, но, все равно, высоко рискованная компания
- 3) Сформировавшаяся компания

Однако же, в течение своего роста, да и после него сохранит одну и ту же потребность – потребность в финансировании. Фонды частного капитала, призванные удовлетворить часть этих потребностей, занимают свою особенную рыночную нишу.

Ввиду специфичности тематики данной работы введем следующий понятийный аппарат:

- 1) Бизнес-ангелы – богатые и сверхбогатые люди, занимающиеся финансированием компаний в фазе зарождения (старт-апов)
- 2) Венчурные капиталисты – фонды (реже люди), занимающиеся финансированием компаний-венчуров
- 3) Фонды прямых инвестиций - фонды, занимающиеся финансированием сформировавшихся компаний
- 4) Выкуп с левереждем или leveraged buyout (LBO) – покупка компании с использованием заемных средств. При ней возникает так называемый «эффект финансового рычага»
- 5) Фонд частного капитала – фонд, занимающийся финансированием закрытых, не торгующихся на публичном рынке компаний. Более строгое определение фонда как пула активов объединенных для целей совместного инвестирования также применяется.

---

<sup>1</sup> Paul A. Gompers. The Rise and Fall of Venture Capital. Financial Times, 2009

- 6) Управляющая компания фонда частного капитала – компания, занимающаяся управлением фондом частного капитала.
- 7) Старшие партнеры – общепринятое в зарубежной литературе название основателей или совладельцев фонда (управляющей компании), принимающих на себя наибольшие риски инвестирования и получающие наибольшую прибыль
- 8) Младшие партнеры - общепринятое в зарубежной литературе название инвесторов фонда частного капитала
- 9) Портфельная компания – компания, весь акционерный капитал или часть акционерного капитала которой была выкуплена фондом частного капитала и включена в «инвестиционный портфель»
- 10) Выход – продажа или иное действие, благодаря которому фонд частного капитала избавляется от акций портфельной компании
- 11) Комитменты – обязательства инвесторов фонда частного капитала профинансировать фонд в будущем.

В момент появления компанию стартап финансирует предприниматель или команда предпринимателей. В этот момент у компании нет активов и кредитной истории. Заемный капитал в прямой форме ей недоступен. Обычно, если такая компания и получает кредиты, то это кредиты, где поручителями являются лично основатели, которые обеспечивают залог своим личным имуществом. Поэтому до определенного момента деньги компания получает от своих основателей.

Если компания имеет перспективу, то в скором времени ей понадобятся новые деньги, которые уже превысят возможности ее основателей. В первых раундах финансирования молодой компании на сцену обычно выступают бизнес-ангелы (angel investors). Бизнес-ангелы – это просто обеспеченные люди, которые часть своих сбережений хотят вложить в некое рискованное, но, с их точки зрения, перспективное предприятие. Многие из них – сами успешные предприниматели, владельцы бизнеса, которые либо до сих пор имеют такой бизнес, либо уже продали его и теперь своим участием поддерживают новичков. В среднем типичный ангел инвестирует в компанию около \$37 000, но суммы могут

разниться от \$3 000 до \$300 000<sup>1</sup>. Кроме предоставления денег ангелы полезны компании во многих других аспектах. Как инвесторы, кровно заинтересованные в успехе компании, они используют для помощи компании свой личный предпринимательский опыт и связи. Например, они могут свести предпринимателя с необходимыми деловыми контактами, помочь получить какой-то контракт, просто посоветовать, что делать в какой-то ситуации и т.д. Ангелы никогда не покупают контрольную долю в компании, предпочитая оставаться миноритарными инвесторами.<sup>2</sup>

В следующих раундах финансирования после ангелов обычно в дело вступают венчурные капиталисты, которые управляют венчурными фондами. Они-то и являются первым видом фондов частного капитала. Следует сразу оговориться, что не все исследователи и практики бизнеса относят их к таковым, мотивируя это сравнительно небольшими объемами вложений, приобретением неконтрольных долей и редким использованием финансового леведреджа<sup>3</sup>. Фонды, специализирующиеся на инвестициях в венчурный бизнес, обычно фокусируются на какой-нибудь отдельной отрасли промышленности, такой, как биотехнологии, надеясь в основном на рост выручки своих портфельных компаний.

Однако не все инвестиции фондов частного капитала направлены в high tech – как и любому капиталисту, управляющего фондом, прежде всего, заболит объем прибыли, а не его источник. Именно поэтому частные инвестиции фокусируются, прежде всего, на быстрорастущих отраслях, находя в них наиболее перспективные компании.

Вторым типом private equity фондов являются фонды прямых инвестиций. В этом случае компания обычно будет сложившимся бизнесом, который может существовать уже достаточно давно, и которому просто требуется дополнительный собственный капитал без необходимости проведения IPO. Как

---

<sup>1</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 20066 , p 45

<sup>2</sup> Joseph W. Bartlett. "What Is Venture Capital?" The Encyclopedia of Private Equity. February 2009

<sup>3</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 20066 , p 61

альтернативный способ инвестирования фонды прямых инвестиций могут осуществить leverage buyout (выкуп акций с использованием левверджа). От венчурных фондов их отличает, прежде всего, тип компаний-реципиентов капитала – это менее рискованные, сложившиеся компании<sup>1</sup>. Кроме того, частные фонды прямых инвестиций часто приобретают контрольные пакеты своих портфельных компаний и меняют менеджеров. В фондах, работающих с более крупными и стабильными компаниями, акцент делается на рост показателей EBIT или EBITDA, и обычно покупается «портфель» компаний со стабильно растущей прибылью<sup>2</sup>.

Следующая таблица наглядно демонстрирует различия прямых и венчурных инвестиций:

*Таблица 1. Различия прямых и венчурных инвестиций<sup>3</sup>*

Показатель	Инвестиции в Венчурный капитал	Прямые инвестиции
Денежный поток	Мало предсказуем, возможен нереалистичный прогноз	Стабилен и предсказуем
Рынок продукции	Новый рынок, неопределенное будущее	Сильная рыночная позиция, возможно занятие какой-либо рыночной ниши
Активы	Слабая база активов	Устойчивая база, которая может служить предметом залога в банке
Менеджмент	Новая команда менеджеров; некоторые менеджеры имеют значительный предпринимательский опыт	Прочная и опытная команда
Финансовый рычаг	Малое использование долгового финансирования, в основном - финансирование капиталом	Высокая доля заемных средств, большая доля старшего долга и субординированного долга
Управление рисками	Риск трудно определяем ввиду новых технологий, нового рынка и малой истории существования фирмы	Можно определить отраслевой риск и риск самой компании
Выход	Выход через IPO или продажу фирмы трудно определяем	выход определяем

<sup>1</sup> Catharine Campbell, Smarter ventures, financial times, 2008, p 20

<sup>2</sup> Joseph W. Bartlett. "What Is Venture Capital?" The Encyclopedia of Private Equity. February 2009

<sup>3</sup> Catharine Campbell, Smarter ventures, financial times, 2008, p 21

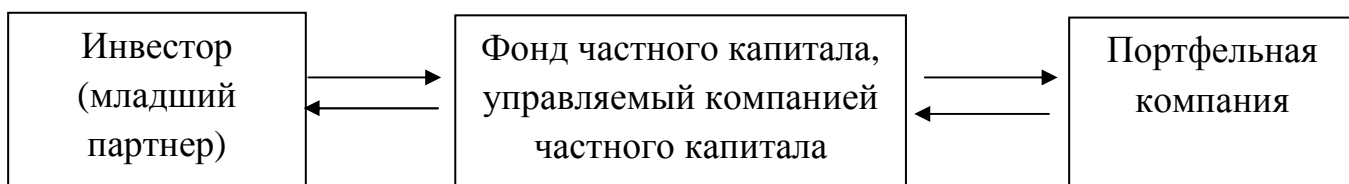


Операционная деятельность	Высокий коэффициент сжигания денежных средств из-за непродолжительного существования компании и предлагаемого продукта	Возможно сокращение неэффективных операций
Потребность в капитале	Потребность увеличивается по мере роста компании	Низкая потребность
Дью Дилидженс проводимый компанией частного капитала	Компания частного капитала проверяет технологический и коммерческий планы; проверка ограничена вследствие малой истории существования компании	Компании частного капитала проводят объемную дью-дилидженс
Постановка целей	Цели обозначены в бизнес-плане и стратегии роста на отдельные промежутки времени в будущем	Цели включают денежный поток, стратегии и бизнес план
Прибыли для фонда частного капитала	Высокие прибыли от очень успешных инвестиций; много безнадежных списаний	Слабое разнообразие в успешности инвестиций, банкротств почти нет
Присутствие на рынке капитала	Почти не присутствует	Активные участники рынка капитала
Продажа компании	Большинство компаний продается благодаря знакомству предпринимателей с менеджерами фондов частного капитала	Компании часто продаются в процессе аукциона
Возможность роста благодаря последующему финансированию	Меньше возможностей расширения, так как последующее финансирование не велико	Хорошие показатели деятельности могут увеличить последующее финансирование
Источник дохода Генерального Партнера	Чаще всего - начисляемый процент, плата за сделки и мониторинг нее применимы	Начисляемый процент, плата за сделки и мониторинг

## 1.2. Организационное устройство фондов частного капитала

В международной практике наиболее распространенной формой организации фонда частного капитала является limited partnership. Схема работы фонда прямых инвестиций и принцип инвестирования аналогичен венчурным фондам. Как правило, структура создания подобного фонда выглядит следующим образом:

*Схема 1. Структура фонда частного капитала<sup>1</sup>*



<sup>1</sup> Catharine Campbell, Smarter ventures, financial times, 2008, p 26

1. Компания, специализирующаяся на управлении венчурными фондами, создает новый фонд. Фонд организуется в виде партнерства с ограниченной ответственностью (Limited Liability Partnership). Фонд сам по себе – это всего лишь юридическое образование. Реальную работу будет делать управляющая компания.

2. Инвесторами (партнерами с ограниченной ответственностью) такого фонда обычно выступают частные лица, корпорации и пенсионные фонды. Их взносы оформляются как доли партнеров с ограниченной ответственностью. Часто инвесторы вносят свою долю не живыми деньгами, а так называемыми «коммитментами» (commitments), то есть обещанием вложить определенную сумму в тот момент, когда эта сумма фонду понадобится. Здесь, правда, есть риск того, что в тот момент, когда сумма действительно понадобится, инвестор «передумает», но обычно за «передумает» предусмотрены определенные штрафы

3. Венчурная компания обычно также вносит часть денег и становится управляющей компанией (старшим– general partner) фонда<sup>1</sup>.

Фонды частного капитала должны как формировать капитал фонда, так и управлять инвестициями. Формирование фонда обычно занимает год или два. Затем фонд инвестирует собранные средства, от чего впоследствии получает доход. Большинство фондов существуют 10 – 12 лет; период существования может быть увеличен еще на 2 – 3 года. Портфель фонда в среднем состоит из 9-12 компаний. Объем инвестиций в одну компанию, как правило, исчисляется миллионами долларов. Далее в течение 3-7 лет фонд «нянчит» свои портфельные компании, развивает их. Обычно управляющие фондом плотно задействованы в операционной работе компании. Они опять же помогают молодой компании своими контактами и опытом, помогают ей найти профессиональных менеджеров. Весь процесс представлен на следующей схеме:

### *Схема 2. Жизненный цикл фонда частного капитала<sup>2</sup>*

---

<sup>1</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010

<sup>2</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр. 250.



Сразу следует оговориться, что limited partnership является далеко не единственной формой фонда частного капитала. В российской практике и в соответствии с российским законодательством ими могут быть ПИФы и АИФы прямых и венчурных инвестиций, а также ОФБУ. Однако данная форма организации, как и идея создания фонда в российской юрисдикции, на наш взгляд, является далеко не лучшей по двум причинам:

- 1) Недостаточное регулирование законодательства в области интеллектуальной собственности. Многие фонды инвестируют в компании, занимающиеся высокотехнологичными разработками. Поэтому у них возникает желание вести бизнес в правовом поле такого законодательства, которое бы максимально защищало интеллектуальный труд от посягательств.
- 2) Высокие ставки налогообложения. Данные ставки значительно меньше в оффшорных зонах – основных местах юридического сосредоточения фондов частного капитала

Риски, которые несут в себе частные капиталовложения, зачастую уникальны и являются их характерной чертой. Если рассматривать основные виды риска, то можно выделить:

- риск частных капиталовложений,
- риск инвестиционной стратегии,

- риск отрасли,
- риск структуры фонда,
- региональный риск
- страновой риск.

Уникальным является риск частных капиталовложений, который подразделяется на<sup>1</sup>:

*Риск ликвидности:* Так как частный капитал не обращается на торговых площадках, перепродать компанию может быть довольно сложно.

*Риск отсутствия цены:* Вследствие отсутствия организованного рынка частного капитала ценные бумаги, приобретаемые инвестором, не имеют общепризнанной цены.

*Риск конкуренции:* Конкуренция за подходящие для вложения и правильно оцененные портфельные компании может быть очень высока.

*Риск агента:* Менеджмент портфельных компаний может действовать не в интересах инвесторов.

*Риск оценки:* Оценка инвестиций в частный капитал носит зачастую субъективный, а не объективный характер.

Помимо этого, фонды частного капитала подвергаются более «обычным» видам риска, как-то:

*Риск налогообложения:* Влияние налогообложения на доходы от инвестиций может постоянно меняться.

*Риск диверсификации:* Инвестиции в частный капитал могут быть не достаточно диверсифицированы, инвесторы должны уделять большое внимание стадии развития, времени существования, стратегиям фондов частного капитала.

*Рыночный риск:* Инвестиции в частный капитал подвержены долгосрочным изменениям ставок доходности, обменных курсов, и прочих рыночных факторов.

---

<sup>1</sup> Catharine Campbell, Smarter ventures, financial times, 2008

Однако краткосрочные изменения обычно в качестве рискового фактора не рассматриваются.

Фонды частного капитала также зачастую несут куда большие издержки, чем фонды, инвестирующего средства в свободно обращающиеся ценные бумаги. Как и в случае с риском, большинство издержек уникальны и присущи только для частных капиталовложений:

*Транзакционные издержки:* Эти издержки возникают при покупке или продаже портфельной компании и включают в себя дью дилидженс, выплату процентов банку, издержки юридического сопровождения поглощений и продаж портфельных компаний.

*Издержки создания фонда:* Юридические и прочие издержки; обычно амортизируются с течением жизни фонда

*Административные издержки:* Это издержки по управлению фондом - обычно начисляются ежегодно и включают плату за услуги депозитарию, трансфер-агенту, а также бухгалтерские издержки

*Выплаты менеджменту и премии.* Включают дополнительные выплаты менеджменту наиболее успешных портфельных компаний.

*Издержки конвертируемых бумаг:* Дополнительные объемы финансирования и опционные программы для менеджмента предполагают выпуск конвертируемых ценных бумаг. Сюда также входят опционы, выпущенные самим фондом частного капитала.

*Издержки инвестиционным посредникам.* Услуги инвестиционных посредников, помогающих привлечь капитал фонду частного капитала, могут обходиться до 2% от привлекаемого от Младших партнеров капитала.

Основным документом, регулирующим отношения внутри фонда, является инвестиционная декларация. Ее условия определяются в результате переговоров между старшими и младшими партнерами. Декларация должна четко описывать права и обязанности старших и младших партнеров, а также вознаграждение

старших партнеров. Условия, содержащиеся в ней условно можно разделить на экономические и корпоративные<sup>1</sup>.

Экономические условия регулируют отношения по поводу распределения прибыли от полученных инвестиций, как правило, включают:

*Вознаграждение управляющего:* Это вознаграждение, ежегодно выплачиваемое Старшему партнеру в виде процента от привлеченного капитала (составляют обычно 1,5 – 2,5%).

*Вознаграждение за услуги:* Данное вознаграждение платится Старшему партнеру за инвестиционно-банковские услуги, такие, как организация слияний.

*Процент от Прибыли:* Обычно платится после вознаграждения управляющего и составляет процент от прибыли фонда.

*Репрайсинг:* Обозначает распределение капитала между акционерами и менеджментом портфельных компаний и позволяет менеджменту увеличивать свою долю в зависимости от удачной деятельности компании

*Барьерный Процент:* Это ставка IRR, которую должен получить фонд, чтобы Старший партнер имел право на получение Процента от Прибыли. Он стимулирует Старшего партнера к лучшему управлению фондом.

*Целевой объем фонда:* Минимальный начальный объем фонда, выраженный в абсолютном значении. Достижение минимального объема означает способность Старшего партнера привлекать средства для фонда. Негативным сигналом является факт недостижения минимального объема.

*Дюрация фонда:* Время жизни фонда, обычно составляет 10 лет

**Пример.** Допустим, *привлеченный капитал* фонда составляет \$100 млн., *процент от прибыли* равен 20%, *барьерный процент* равен 9%. Фонд инвестировал 80% от привлеченных средств в 1 году, причем \$50 млн. были инвестированы в Фирму А, а \$30 млн. в Фирму Б.

---

<sup>1</sup> Catharine Campbell, Smarter ventures, financial times, 2008, p 193

В конце второго года после выхода из фирмы А, фонд получил \$7 млн. прибыли. Инвестиции в Firmу Б остались неизменны. *Барьерный процент* исчисляется по каждой сделке в отдельности. Процент от прибыли, который достанется фонду, исчисляется следующим образом:

Теоретический процент от прибыли равен:  $20\% * \$7,000,000 = \$1,400,000$

IRR от Фирмы А равен 6,8%

Так как 6,8% меньше, чем Барьерный процент в 9%, процент от прибыли фонду частного капитала не выплачивается.

Другой вид условий, содержащихся в декларации – это корпоративные условия фонда частного капитала, регулирующие отношения по поводу владения и управления фондом частного капитала, они включают:

*Условие ключевого менеджера:* если ключевой менеджер покидает фонд, старшим партнерам может быть запрещено производить дополнительные инвестиции до тех пор, пока другой ключевой менеджер не будет выбран и приступит к работе.

*Раскрытие информации о деятельности фонда:* Оговаривает конфиденциальную информацию, которая подлежит раскрытию. Однако конфиденциальная информация портфельных компаний обычно не раскрывается.

*Возможность смены управляющего:* Старший партнер может быть отстранен от управления фондом, если большинство (обычно 75%) Младших партнеров проголосуют за это.

*Возможность увольнения управляющего:* Возможность увольнения менеджеров или прекращения фонда частного капитала при наступлении соответствующих обстоятельств (к примеру, уголовное наказание старшего менеджера).

*Инвестиционные ограничения:* Определяют размеры лимитов, минимальный размер риска и диверсификации вложений, и т.д.

*Соинвестирование:* Позволяет Младшему партнеру инвестировать в другие фонды под управлением того же Старшего партнера за меньшую плату. Благодаря

этому Старший партнер получает еще один источник средств. Также условие соинвестирования предотвращает использование Старшим партнером капитала из разных фондов, руководимых им, для инвестирования в одну и ту же портфельную компанию. Это делается, чтобы предотвратить конфликт интересов, возникающий в ситуации, когда Старший партнер направляет капитал из одного фонда для поддержки портфельной компании, оказавшейся в сложной финансовой ситуации и ранее получившей капитал из другого фонда.

### **1.3. Формы участия фондов частного капитала в деятельности портфельных компаний**

Среди всех особенностей фондов частного капитала наиболее явно выделяется следующая – в отличие от фондов, вкладывающих средства инвесторов в публичные компании они не просто инвестируют, а активно участвуют в управлении портфельной компанией<sup>1</sup>. Более того, фонды частного капитала способны приносить стоимость в покупаемую ими портфельную компанию. Источники этой дополнительной стоимости – это<sup>2</sup>:

1. Возможность эффективного перестроения внутренних процессов в портфельной компании. Для реинжиниринга портфельных компаний многие фонды частного капитала используют своих специалистов из числа опытных менеджеров, работающих в той же отрасли, что и портфельная компания. Они могут поделиться своим опытом и контактами с менеджерами портфельной компании.

2. Возможность привлечения долгового финансирования на более выгодных условиях<sup>3</sup>. Фонды частного капитала зачастую имеют хорошую кредитную репутацию, что помогает им привлекать финансирование для портфельной компании на более льготных условиях. Теорема Модильяни-Миллера доказывает, что стоимость привлечения капитала для компании будет всегда одинакова, какие бы пропорции собственного и заемного капитала не были бы задействованы.

---

<sup>1</sup> Cem Demiroglu, Christopher M. James: Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing, SSRN

<sup>2</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, p 240

<sup>3</sup> Cem Demiroglu, Christopher M. James: Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing, SSRN



Однако в этой теореме не оценено влияние налогов от использования заемных средств, которые сокращают налогооблагаемую базу, тем самым увеличивая чистую прибыль портфельной компании. Использование заемных средств также увеличивает эффективность самой портфельной компании – ей приходится эффективнее управлять денежным потоком, чтобы производить выплаты долга вовремя

Если говорить о рынке США, то большие объемы финансирования фонды частного капитала привлекают с рынка синдицированных кредитов, однако долги очень часто секьютеризируются и продаются в виде CLO (collateralized loan obligations) и CDO (collateralized debt obligations)<sup>1</sup>.

3. Соответствие интересов менеджмента портфельной компании и фонда частного капитала. В портфельных компаниях собственность и контроль находятся в одних руках. Если это компания сегмента прямых инвестиций, то контроль зачастую находится в руках менеджеров этой компании. Если же это венчурная компания, компания частного капитала очень часто приходится вмешиваться в ее деятельность, давая советы и проводя оценку деятельности менеджмента. Компании частного капитала приходится усиливать контроль над венчурной компанией в том случае, если та не выполняет поставленных перед ней задач. Фонды частного капитала в основном заботятся о долгосрочных целях, так как в отличие от публичных компаний, частные фирмы не подвержены пристальному вниманию аналитиков, акционеров и других участников рынка. Поэтому компании частного капитала очень часто проводят серьезные изменения в подконтрольных им портфельных компаниях.

Фонды частного капитала используют большое количество приемов, дабы совместить их интересы с интересами менеджмента портфельных компаний. Вот некоторые из них<sup>2</sup>:

---

<sup>1</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, p 249

<sup>2</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, p 251

*Компенсации:* Менеджеры портфельных компаний получают бонусы, размер которых зависит от того, как успешно идут дела у их фирмы.

*Договоренность о выкупе:* Если фонд частного капитала расширяет присутствие в портфельной компании, он должен предлагать выкупить акции (доли в капитале) всем акционерам фирмы, включая менеджмент.

*Включение в совет директоров:* Фонд частного капитала должен быть представлен в совете директоров, влияя и советуя по таким значимым решениям, как слияния поглощения, изменения структуры, IPO, банкротство, ликвидация.

*Соглашение об отсутствии конкуренции:* Представители портфельной компании должны подписать такое соглашения, обязывающее их не конкурировать с фондом частного капитала в течение оговоренного периода времени.

*Приоритет требований:* Фонд частного капитала получает причитающуюся ему прибыль до того, как ее получают другие владельцы. Прибыль чаще всего выплачивается в виде дивидендов от привилегированных акций, а иногда в виде суммы первоначальных инвестиций, увеличенной на мультипликатор. У фонда также имеется приоритетное право на активы в случае ликвидации портфельной компании.

*Необходимость одобрения:* Изменения стратегической значимости (поглощения, изъятия капиталовложений, изменения бизнес-плана) должны быть одобрены руководством фонда частного капитала.

*Будущие платежи:* Обычно фонд частного капитала платит 60-80% от стоимости поглощаемой им портфельной компании, остальные 20-40% фонд выплачивает по достижении портфельной компанией заранее определенных целей (объемов продаж или прибыли).

#### **1.4. Способы выхода фондов частного капитала из портфельных компаний**

Фонд частного капитала получает прибыль в виде разницы между ценой покупки портфельной компании и ценой ее продажи. Как говорилось ранее,

частные капиталовложения подразумевают покупку акций закрытых и неликвидных компаний, поэтому превращение их в ликвидные денежные средства в момент истечения срока инвестирования становится своего рода искусством. Этот процесс получил название «выход» по аналогии с английским «exit». Существует большое количество примеров осуществления выходов из портфельных компаний, и каждый по-своему уникален. Если проводить ранжирование, то можно выделить шесть основных методов обращения инвестиции в наличные<sup>1</sup>:

1. IPO
2. Продажа всей компании стратегическому покупателю или продажа акций принадлежащих фонду финансовому покупателю
3. Продажа акций принадлежащих фонду обратно владельцам компании.
4. Реорганизация
5. Ликвидация

1) Первый метод обратить инвестиции в наличные — это выставить акции компании на публичный рынок. На бирже можно получить больше живых денег за компанию, чем в любом другом месте, именно поэтому целью любого инвестора является IPO. Однако же первое публичное размещение довольно дорогой и сложный процесс, требующий соответствия компании стандартам прозрачности, прибыльности, требующий всестороннего раскрытия информации и т.д. Кроме того, выставить акции компании на продажу могут многие инвестиционные банки и биржи мира, но лишь некоторые из них специализируются на продажах малых и развивающихся компаний<sup>2</sup>. Что касается банков, то почти у каждого инвестиционного банка существуют свои критерии выставления акций компании на продажу. К примеру, крупные национальные банки не выставят на продажу акции компании, если за них требуют слишком маленькие в масштабах их бизнеса суммы. Мелкие же брокерско-

---

<sup>1</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 279

<sup>2</sup> Gregoriou, Greg. Initial Public Offerings (IPOs). Butterworth-Heinemann, 2006

дилерские фирмы могут иметь недостаточно квалифицированный персонал. Переговоры с андеррайтерами всегда ведутся по поводу прибыли компании за прошедшие периоды и ожидаемой прибыли в ближайшие годы. Если компания удовлетворяет трем основным критериям — быстрые темпы роста, наличие большей чем в среднем по отрасли прибыли, соответствующая минимальным стандартам биржи, то она становится вероятным кандидатом для выставления акций на продажу. Тем не менее, количество акций, которое может быть продано во время IPO, определяют посредники-андеррайтеры<sup>1</sup>. Иногда андеррайтер может вообще не разрешить продажу акций, иногда он разрешает инсайдерам продать только определенный процент предлагаемых акций. Однако в случае хорошего спроса со стороны биржевых игроков, андеррайтер обратится к владельцам портфельной компании и предложит выкупить у них акции для перепродажи на вторичном рынке. Андеррайтер также запрашивает гонорар за то, что выступает в качестве гаранта размещения акций во время предложения. Часть гонораров получают другие андеррайтеры, которые присоединились к группе, продающей акции, но большую часть получит лид-андеррайтер<sup>2</sup>. Следует отметить, что гонорары андеррайтеров увеличиваются пропорционально риску. Есть способы их снижения – к примеру, предоставив андеррайтеру некоторые опционы на покупку акций. Кроме гонорара андеррайтера фонду частного капитала нужно также заплатить гонорар юристам и оплатить услуги печати.

2) Если процесс публичного размещения кажется слишком тяжелым, а его осуществление нереальным, то возможно использование второго метода выхода из портфельных компаний — продажа стратегическому покупателю всей компании целиком. В мире существуют компании открытого и закрытого типа, которые видят способ собственного роста преимущественно в приобретении других предприятий - иногда эти компании покупают предприятия своей собственной отрасли, а иногда покупатель ищет способ войти в новую для себя

---

<sup>1</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, p 121

<sup>2</sup> Gregoriou, Greg. Initial Public Offerings (IPOs). Butterworth-Heinemann, 2006

отрасль. Продажа стратегическому покупателю всей компании целиком — ценен тем, что покупатель заплатит за компанию больше, так как на продажу будет выставлен контрольный пакет акций, а не их часть. Кроме того, существуют финансовые покупатели, которые могут заплатить за портфельную компанию почти столько же, сколько и стратегический покупатель. Финансовые покупатели - это фонды, занимающиеся покупкой контрольных пакетов акций за счет кредита, и другие фондовые объединения, которые ищут возможности выгодного вложения денег.

3) Третий метод выхода состоит в обратной продаже фондом частного капитала акций собственникам портфельной компании. Данная тактика выхода используется фондами частных капиталовложений достаточно редко и называется изменением структуры капитала. Для того чтобы обратное поглощение состоялось, необходимо, чтобы портфельная компания или ее менеджмент располагали денежными средствами или могли занять деньги в банке или даже у других инвестиционных компаний. Менеджмент может заставить портфельную компанию выкупить акции, заняв деньги в банке. После выкупа акций предпринимателю и всем остальным акционерам будут принадлежать 100% акций компании, но при этом компания увеличивает свои долговые обязательства. У данной схемы есть иные разновидности, при которых акции продаются компании за другие активы, которые предпочитает получить фонд. Например, он может продать акции компании за земельный участок и строения, принадлежащие ей, после чего компания может арендовать этот земельный участок и строения у фонда (это называется продажа и обратная аренда)<sup>1</sup>.

4) Четвертый метод - реорганизация компании<sup>2</sup> (у этого термина есть более короткий синоним – банкротство). Многие малые компании с помощью реорганизации избавляются от кредиторов и инвесторов. Это одна из самых удручающих ситуаций для фонда, так как судьба вложения оказывается в руках

---

<sup>1</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, p 134

<sup>2</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, p 135

суда. А суд — неподходящее место для взыскания долгов, за исключением тех случаев, если вы являетесь кредитором, но даже и тогда процедура может обойтись в большую сумму. Если вы владелец акций такого предприятия, то можно не сомневаться, что по сравнению с изначальной суммой, инвестированной вами в компанию, обратно будут получены лишь жалкие гроши.

5) Метод пятый – ликвидация<sup>1</sup>. Если все прочие способы недействительны, а показатели компании разочаровывают, это самый легкий выход – это продать активы, имеющие определенную стоимость. Понятно, что при ликвидации стоимость земли, строений, оборудования, техники и прочих активов компании больше, чем компания может заработать, используя эти активы. Такой сценарий можно наблюдать в отраслях, которые переживают очень трудные периоды. В течение ряда лет предприятия могут быть успешными и стабильными, накапливая активы, которые не очень нужны для деятельности, — земельные участки, строения и некоторые средства длительного хранения. Затем в отрасли происходит серьезный спад, и прибыль значительно уменьшается. В этот момент активы, если их продать, а деньги разместить на сберегательном счете, могут стоить больше, чем само предприятие. В частности, это справедливо по отношению к компаниям, испытывающим жестокую конкуренцию со стороны иностранных производителей. Недавний пример - производство застежек-молний в США. Застежки обычной длины превратились в товары народного потребления, и многие развивающиеся страны освоили их производство. Поскольку затраты труда в этих странах значительно ниже, чем в индустриально развитых государствах, они смогли продавать застежки-молнии на рынке Соединенных Штатов намного дешевле, чем американские компании. Из-за этого прибыль компаний, выпускающих застежки-молнии, ощутимо снизилась, и некоторые компании при ликвидации стоили больше, чем действующие предприятия.

## **Выводы.**

---

<sup>1</sup> David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, p 136

Фонды частного капитала - это фонды, занимающийся финансированием закрытых, не торгующихся на публичном рынке компаний, которые оперируют в двух сегментах: сегменте венчурных инвестиций и сегменте прямых инвестиций. Они помогают своим портфельным компаниям преодолеть путь от меленькой венчурной фирмы до большой и стабильной публично торгующейся компании посредством финансовых вложений, участия в управлении компанией, привлечение долгового финансирования на льготных условиях, перестроения внутренних процессов.

Фонды частного капитала несут в себе высокую потенциальную доходность, но в то же самое время они подвержены характерному для частных капиталовложений высокому уровню риска (в который входят такие виды риска, как риск ликвидности и риск отсутствия цены портфельных компаний) и характерным только для данного сектора видам издержек. Фонд частного капитала получает прибыль посредством «выхода» (от английского “exit”) из портфельных компаний. Наиболее эффективный «выход» - это продажа доли фонда в компании на бирже при проведении IPO. Другие способы выхода включают в себя: продажу всей компании стратегическому покупателю, продажу акций принадлежащих фонду финансовому покупателю, продажа акций принадлежащих фонду обратно владельцам компании, реорганизацию и ликвидацию.

## Глава 2. Методологические подходы и способы оценки будущей эффективности деятельности фондов частного капитала и портфельных компаний.

### 2.1. Подходы к оценке эффективности фондов частного капитала

Подходы и способы оценки, приведенные в данной главе проиллюстрированы следующей таблицей:

*Таблица 1. Подходы к оценке будущей эффективности деятельности фондов частного капитала и портфельных компаний*

Инвесторы оценивают фонды	Фонды оценивают портфельные компании
1) Стоимость чистых активов	1) Доля фонда в собственности на портфельную компанию
2) IRR (брутто/нетто)	2) Оценка риска инвестиций в портфельную компанию фчк
3) Показатели стандартов GIPS:	3) Определение денежного потока портфельной компании
-PIC	4) Оценка текущей стоимости портфельной компании:
-DPI	-Методы мультипликаторов
-RPVI	• P/E
-TVPI	• P/EBITDA
	-Метод целевой IRR
	-Метод денежного потока на акционерный капитал

Как доказывалось в первой главе, существует разница между вложением средств в фонд частного капитала и фонд, инвестирующий средства в акции публично торгующихся компаний. Если более подробно рассматривать этот вопрос с точки зрения финансовой математики, то, во-первых, существенным фактором выступает время: фонды частного капитала привлекают и вкладывают капитал, который в течение нескольких лет расходуется портфельными компаниями, в публичном же фонде привлеченный капитал может быть использован для вложений немедленно. Во-вторых, график прибыли фонда частного капитала обычно представляет собой J-образную кривую – убытки превращаются в прибыль только в момент выхода из портфельной компании<sup>1</sup>. Кроме того, вследствие того, что не существует вторичного рынка инвестиций private equity, инвестиции довольно сложно оценить.

<sup>1</sup> Steven N. Kaplan and Per Strömberg. Leveraged Buyouts and Private Equity, Social Science Research Network, 2008



Перед тем как осуществлять вложения в фонд частного капитала, инвесторы обычно проводят комплексную проверку (дью дилидженс), имеющую целью проверить, что фонд частного капитала имеет стабильную прибыль, и информация о доходах в прошлом не искажена. Инвестор, после того, как инвестор он внес свои средства в фонд, не прекращает получать информацию о результатах своих инвестиций. Публичных котировок не существует, однако же есть набор показателей, опираясь на который младшие партнеры фонда могут делать выводы относительно будущих прибылей.

Инвесторы прежде всего обращают внимание на следующие показатели:

- 1) Стоимость чистых активов фонда
- 2) Внутренняя норма доходности
- 3) Показатели стандартов GIPS

**Стоимость чистых активов.** Фонду частного капитала необходимо регулярно отчитываться перед инвесторами, и СЧА является для этого наиболее наглядным показателем. Она представляет собой стоимость активов фонда за вычетом суммы обязательств. Обычно СЧА фонда оценивает Старший партнер. Младшие партнеры используют наемных консультантов для этих же целей.

Чтобы оценить активы, управляющая компания может воспользоваться одним из 5 способов<sup>1</sup>:

1. По стоимости приобретения, с прибавлением стоимости последующего финансирования.
2. По минимальной рыночной стоимости.
3. Путем постоянной переоценки портфеля активов каждый раз, как только осуществляется покупка новой портфельной компании.
4. Только по стоимости приобретения, без каких-либо переоценок до момента выхода
5. Реже путем применения скидок на недостаток ликвидности к стоимости обращающихся на рынке ценных бумаг аналогичных публичных компаний.

---

<sup>1</sup> Steven N. Kaplan and Per Strömberg. Leveraged Buyouts and Private Equity, Social Science Research Network, 2008

Сразу следует отметить, что точного метода не существует, так как рыночная стоимость портфельных компаний не определена до момента выхода. Для фондов с разной продолжительностью существования и с разными стратегиями необходимо использовать различные методологии. Фонды, которые близки к своему прекращению используют сравнения с аналогами для оценки портфельных компаний. Только что созданные фонды используют обычно стоимость приобретения.

Кроме того обязательства («коммитменты») Младших партнеров, неиспользованные управляющей компанией, не включаются в расчет СЧА, однако являются неким активом фонда, который может быть использован в будущем. Чтобы оценить стоимость этих обязательств, необходимо знать денежный поток, генерируемый инвесторами фонда, который на практике очень трудно предсказуем. И любые проблемы со сбором средств, возникающие у Старшего партнера означают его малую стоимость.

Таким образом, недостатком показателя СЧА является отсутствие единообразного подхода к оценке, невозможность отразить различия между фондами по срокам и характеру инвестирования, невозможность отразить некоторые виды активов.

**IRR.** IRR – это ставка доходности, рекомендованная международными стандартами GIPS для сравнения деятельности фондов<sup>1</sup>. IRR вычисляется на основе денежного потока. Недостатками показателя IRR можно предположение, что денежные потоки, полученные до выхода из портфельной компании, реинвестируются под одну и ту же ставку, так как на практике они реинвестированы быть не могут (так как инвестиции являются неликвидными). Несмотря на это IRR – один из самых важных показателей в деятельности фонда, которому должно уделяться большое внимание.

Различают Нетто и Брутто IRR. Брутто IRR отражает способность фонда генерировать прибыли от портфельных компаний, и является мерой измерения

---

<sup>1</sup> Steven N. Kaplan and Per Strömberg. Leveraged Buyouts and Private Equity, Social Science Research Network, 2008

денежного потока между портфельными компаниями и фондом. Нетто IRR отличается от Брутто IRR на величину выплат управляющей компании, процента от прибыли и прочих выплат Старшим партнерам. Нетто IRR – это мера измерения денежного потока между фондом и Младшими партнерами.

Кроме того большое значение при оценке деятельности фонда имеет ряд других показателей. Эти показатели очень часто используются инвесторами фонда из-за их простоты и возможности отделять полученный и неполученный доход. Данный метод, однако, не учитывает временную стоимость денег.

**Показатели GIPS.** Наиболее часто используемые показатели, выделенные стандартами GIPS – это<sup>1</sup>:

***PIC (paid-in capital)***. Показатель представляет собой долю капитала фонда, уже вложенную к текущему моменту (может быть как в абсолютном значении, так и в относительном).

***DPI (distributed to paid-in capital)***. Представляет собой доходы, уже полученные инвесторами, и разделенные на первоначально инвестированный капитал. Эти выплаты, также часто называемые (cash-on-cash) очищены от вознаграждений менеджменту и процента о прибыли.

***RVPI (residual value to paid-in capital)***. Показатель вычисляет неполученный, потенциальный доход инвесторов и представляет собой средства Младших партнеров в текущем капитале фонда, поделенные на первоначально инвестированный капитал. Эти суммы также очищены от вознаграждений менеджменту и процента о прибыли.

***TVPI (total value to paid-in capital)*** Отражает полученный и неполученный доход Младших партнеров и является суммой DPI и RVPI.

Рассмотрим случай, когда фонд начал свою деятельность непосредственно перед кризисом 2008 года. Так как RVPI сильно зависимо от DPI, показатели будут свидетельствовать о том, что в фонд до сих пор не получил прибыль от

---

<sup>1</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 258

многих произведенных вложений и что J-образная кривая доходности фонда стала длиннее (придется дольше времени ждать, пока портфельные компании начнут приносить доход). Инвестор должен тщательно проанализировать оценку доходности портфельных компаний и возможные списания убытков.

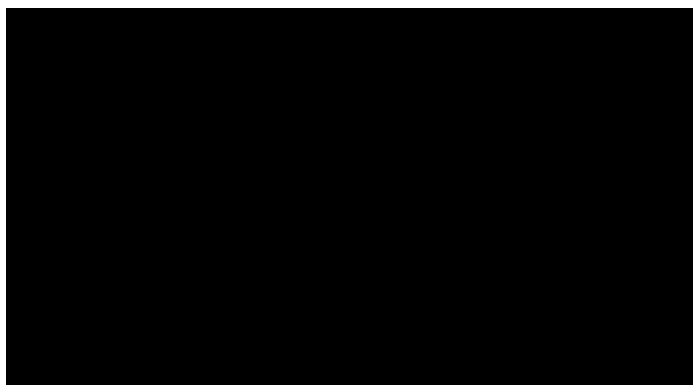
В дополнение к количественному анализу на основе мультипликаторов, СЧА и IRR инвестор должен проводить качественный анализ, включающий следующее<sup>1</sup>:

- Реализованные проекты и инвестиции фонда в целях соотнесения количества успехов и неудач
- Потенциал текущих вложений с оценкой горизонта выхода и возможных финансовых проблем
- Прогноз денежного потока в портфельных компаний

Фонды частного капитала отличаются один от другого достаточно сильно; поэтому прежде чем производить оценку деятельности фонда, инвестор должен хорошо понять структуру фонда, сроки, способы оценки, результаты дью дилидженс. Поскольку это определяющие значения при вычислении IRR, чистая IRR данного фонда должна вычисляться совместно с равной ему по значению группой фондов с одинаковым сроком существования и стратегией.

На примере способы оценки инвестиций будут выглядеть нагляднее. Допустим, у нас есть два фонда частного капитала со следующими характеристиками:

*Таблица 2. Пример финансовых показателей фондов*



<sup>1</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 259

Сравним показатели фондов.

DPI показывает что фонд А вернул \$1,43 на каждый инвестированный доллар. Вдобавок, RVPI показывает, что он в будущем он вернет еще \$1,52 как только выйдет из портфельных компаний полностью. Брутто IRR в 22,1% является довольно привлекательной ставкой; после вычитания выплат менеджменту и вознаграждений Старшему партнеру, Нетто IRR становится равной 17,6%. Фонд находится в первой группе по доходности среди сравнимых по стратегии и срокам фондов.

Существующий 4 года фонд Б менее продолжителен, нежели А. DPI фонда равняется 0.29 ,показывая, что реализованная доходность не так велика. Нереализованная доходность RVPI показывает, что вложенные средства не принесли доходов, которые ожидаются в будущем. Малые Брутто и Нетто IRR ставки свидетельствуют о том, что фонд пока еще находится в нижней части J-образной кривой доходности, где фонд ожидают сначала чистый убыток, а только потом чистая прибыль. В данный момент фонд проигрывает в сравнении фондам-аналогам, и находится только в третьей группе по доходности.

В данном проведено сравнение двух фондов с разными сроками существования. Как говорилось ранее, фонд должен быть сопоставлен с аналогичными по срокам фондами.

Приведем более сложный пример. Допустим, старший партнер фонда частного капитала С получает 2% в виде вознаграждения управляющего и 20% от общей величины прибыли. Размер первоначально собранного капитала составляет \$150 млн. В следующей таблице представлена статистика за годы 2004-2009:

*Таблица 3. Пример денежного потока фонда частного капитала:*

*Общие инвестиции:* Представляют собой накопленный итог текущих инвестиций за каждый год. Например, за 2005 общие инвестиции составляют сумму текущих инвестиций за 2004 и 2005 годы:  $\$50 + \$20 = \$70$ .

*Вознаграждение управляющего:* Выплачивается ежегодно и вычисляется как процент (в нашем примере 2%) от общих инвестиций.

*Процент от прибыли:* Процент от прибыли не платится Старшему партнеру до того момента, пока реализованный и нереализованный доход не превысит размер привлеченного капитала (в нашем примере  $\$150$ )

В 2007 году СЧА до распределения впервые превысила размер привлеченного капитала. В этом году Процент от прибыли высчитывается как 20% от разности СЧА до распределения и размера привлеченного капитала:  $20\% * (\$153.2 - \$150) = \$0,6$

В последующие годы Процент от прибыли вычисляется с использованием СЧА до распределения. К примеру, в 2008 году:  $20\% * (\$200 - \$153,2) = \$9,4$

*СЧА до распределения* рассчитывается как:

$$\begin{aligned} = & \text{СЧА пред.} & + & \text{Текущие} & - & \text{Вознаграждение} & + & \text{Прибыль/} \\ & \text{года после} & & \text{инвестиции} & & \text{управляющего} & & \text{Убыток от} \\ & \text{распред.} & & & & & & \text{вложений} \end{aligned}$$

Например, в 2008 году СЧА до распределения составляет  $\$132,6 + \$10 - \$2,6 + \$60 = \$200$

*СЧА после распределения* рассчитывается как:

$$= \text{СЧА до распределения} - \text{Процент от прибыли} - \text{Распределенные суммы}$$

Например, в 2008 году СЧА после распределения составляет  $\$200 - \$9,40 - \$40 = \$150,60$

Показатели DPI, RVPI и TVPI рассчитаем для последнего (2009) года.

*DPI*: Мультипликатор DPI представляет собой частное от деления накопленных распределенных сумм и общих инвестиций:  $(\$20 + \$40 + \$80) / \$140 = 1,0$ . Это означает, что фонд к данному моменту уже вернул каждый доллар, вложенный в него.

*RVPI*: Мультипликатор RVPI представляет собой частное от деления СЧА после распределения и общих инвестиций:  $\$174,2 / 140 = 1,24$ . Это означает, что, хотя у фонда пока не очень впечатляющая прибыль, существует нереализованная прибыль, которую инвесторы получают в будущем.

*TVPI*: Это сумма мультипликаторов DPI и RVPI:  $1,0 + 1,24 = 2,24$ . Это означает, что если брать во внимание реализованную и нереализованную прибыль, то фонд более чем удвоил инвестированный в него капитал.

Таким образом, были рассмотрены основные показатели, используемые инвесторами при оценке фондов частного капитала. Необходимо отметить, что инвестору необходимо использовать все методы в совокупности, чтобы достичь наилучших результатов инвестирования.

## **2.2. Показатели, используемые фондами частного капитала при оценке портфельных компаний**

### ***Доля фонда в собственности на компанию.***

Основой эффективной деятельности фонда частного капитала является результативность портфельных компаний, от которой напрямую зависит прибыльность самого фонда в будущем.

Однако портфельные компании не могут быть оценены теми же способами, что и фонды частного капитала. Отметим, что оценку портфельных компаний проводят не инвесторы, а управляющая компания фонда частного капитала. Поэтому, можно

выделить следующие важнейшие показатели, используемые при оценке эффективности портфельных компаний<sup>30</sup>:

- 1) Доля фонда в собственности на компанию
- 2) Показатели оценки риска инвестиций в портфельную компанию
- 3) Денежный поток портфельной компании
- 4) Текущая стоимость портфельной компании

Такой показатель, как доля фонда частного капитала в собственности на портфельную компанию является одним из важнейших, так как от нее напрямую зависит прибыль при выходе. Также показатель важен, чтобы вычислить количество акций, выпускаемых в пользу фонда портфельной компанией. Чтобы вычислить долю в собственности существуют два основных способа:

- Первый способ (чистой приведенной стоимости или NPV). Доля фонда в капитале портфельной компании рассчитывается как частное от деления инвестированных сумм и приведенной к текущему моменту постинвестиционной стоимости во время выхода<sup>31</sup>.

$$D_1 = \text{Инвестиции}_1 / (\text{ТС}_1(\text{Стоимость Выхода}))$$

- Второй способ (ставки доходности или IRR). Долю в капитале портфельной компании рассчитывается как частное от деления будущей стоимости произведенных инвестиционных вложений (получается умножением на ту же самую ставку, что и в первом методе) и стоимости во время выхода.

$$D_1 = \text{БС(Инвестиций}_1) / \text{Стоимость Выхода}$$

Так как используется одна и та же ставка – для вычисления текущего значения стоимости во время выхода и стоимости текущих инвестиций во время выхода, доля  $D_1$  получается одинаковой в обоих методах.

---

<sup>30</sup> Wilson, John. The New Ventures, Inside the High Stakes World of Venture Capital, Social Science Research Network, 2010

<sup>31</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 275



После вычисления доли фонда в капитале портфельной компании становится возможным вычисление числа акций, выпущенных в пользу фонда частного капитала (назовем их Акцииф1) - дополнительно к уже существующим акциям, принадлежащим владельцам компании (Акциив1). Расчет осуществляется следующим образом:

$$\text{Акцииф1} = \text{Акциив1} * (\text{Д1} / (1 - \text{Д1}))$$

Цена за одну акцию (P1) представляет собой величину инвестиций, разделенную на число выпущенных акций.

$$P1 = \text{Инвестиции1} / \text{Акцииф1}$$

Допустим, существует биотехническая компания, чей владелец верит, что в течение 5 лет сможет продать ее за \$40 млн. В данный момент компания нуждается в \$5 млн. инвестиций; владельцу принадлежит 1 миллион акций. Аналитики фонда частного капитала классифицируют риск данного вложения как высокий и предлагают использовать 40% ставку дисконтирования.

1) *Находится постинвестиционная стоимость* – это стоимость выхода, приведенная к текущему моменту с помощью ставки дисконтирования

$$\text{Постинвестиционная стоимость} = 40.000.000 * (1 + 0,40)^5 = 7.437.377$$

2) *Находится прединвестиционная стоимость* – это та стоимость, которую имеет компания без вложения в нее инвестиций

$$\text{Прединвестиционная стоимость} = 7.437.377 - 5.000.000 = 2.437.377$$

3) Доля фонда частного капитала, вкладывающего \$5 млн. в компанию стоимостью \$7,4 млн составляет 67,23%

$$\text{Д1} = 5.000.000 / 7.437.377 = 67,23\%$$

Доля, вычисленная методом IRR, будет эквивалентна:

$$\text{Д1} = 5.000.000 * (1,4^5) / 40.000.000 = 67,23\%$$

4) Если владелец портфельной компании обладает одним миллионом акций, то в пользу фонда частного капитала должны быть выпущено дополнительно 2,05 миллиона акций, чтобы доля фонда составила 67,23%:

$$\text{Акции}_{\text{ф1}} = 1.000.000 * (0,6723/(1-0,6723)) = 2.051.572$$

5) Учитывая, что 2,05 миллиона акций представляют собой \$5 млн инвестиций цена за одну акцию должна быть:

$$P_1 = 5.000.000 / 2.051.572 = \$2,44 \text{ за акцию}$$

Допустим, компания нуждается во втором раунде финансирования. Аналитикам необходимо посчитать новую долю фонда частного капитала (Д2) и дополнительное количество выпускаемых акций  $\text{Акции}_{\text{ф2}}$ , для этого используется метод чистой приведенной стоимости:

$$D_2 = \text{Инвестиции}_2 / (\text{ТС}_2(\text{Стоимость Выхода})),$$

Где  $\text{ТС}_2(\text{Стоимость Выхода})$  – дисконтированная к моменту осуществления второго раунда финансирования стоимость выхода из компании. И далее по аналогии с первым раундом финансирования:

$$\text{Акции}_{\text{ф2}} = (\text{Акции}_{\text{ф2}} + \text{Акции}_{\text{капитал1}}) * (D_1 / (1 - D_1))$$

$$P_2 = \text{Инвестиции}_2 / \text{Акции}_{\text{ф2}}$$

Второй этап финансирования предполагает меньший риск (так как компания существует дольше), следовательно, применятся меньшая ставка дисконтирования. Допустим, аналитики применяют 30% ставку для вычисления стоимости портфельной компании и вместо \$5 млн., требуемых при первом этапе финансирования, во втором портфельной компании потребуется всего лишь \$2 млн.

Стоимость портфельной компании во время осуществления второго этапа финансирования составляет:  $40 \text{ млн.} / 1,3^2 = \$23.863.966$

Доля в капитале венчурной компании, представляемая вторым этапом финансирования составляет:  $2.000.000 / 23.863.966 = 8,45\%$

Количество выпускаемых акций при этом составляет:  $3,05 \text{ млн.} * (0,0845 / (1 - 0,0845)) = 281.513 \text{ акций}$

Цена за одну акцию во время осуществления данного этапа финансирования составит:  $\$2 \text{ млн} / 281.513 = \$7,10 \text{ за акцию.}$

На практике результат, полученный в ходе вычислений, является только базисом для переговоров с владельцами портфельной компании. При этом портфельная компания зачастую проводит собственный анализ, оказывающийся более оптимистичным. Окончательное решение принимается только после тщательного анализа и продолжительных переговоров.

### ***Показатели оценки риска***

Прогнозы предпринимателей относительно будущей деятельности их компании обычно являются оптимистичными и основываются на предположении, что она не обанкротится. Вместо того, чтобы спорить с ними относительно состоятельности такого прогноза, большинство управляющих компаний фондов просто пользуются большей ставкой дисконтирования, которая отражает как возможность банкротства, так и невозможность диверсифицировать данные вложения<sup>32</sup>.

- 1) Один из путей создания наиболее точного прогноза – это применение такой ставки дисконтирования, которая реалистично бы отражала риск банкротства компании в любой момент в течение срока инвестирования<sup>33</sup>. Если переводить на язык формул, то вместо ставки  $r$  применяется такая ставка  $r^*$ , которая отражает вероятность банкротства  $q$ :

$r^* = (1+r)/(1-q) - 1$ , где  $r$  – ставка дисконтирования, не отражающая вероятность банкротства

Предположим что ставка дисконтирования, применяемая портфельной компанией, составляет 30%. Аналитики портфельной компании полагают, что вероятность банкротства компании в данном году составляет 25%. Ставка дисконтирования с поправкой на вероятность банкротства будет составлять:

$$r^* = (1+0,30)/(1-0,25) - 1 = 73,33\%$$

Альтернативным методом является дисконтирование денежного потока каждого периода на ставку, отражающую накопленную вероятность

---

<sup>32</sup> Wilson, John. The New Ventures, Inside the High Stakes World of Venture Capital, Social Science Research Network, 2010

<sup>33</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 82

банкротства во все последующие периоды. Увеличение ставки дисконтирования является, однако, более простым подходом.

2) Второй подход к реалистичной оценке результатов инвестирования состоит в адаптации значения конечной стоимости к возможности банкротства или недополучения прибыли. Обычно, для нахождения конечной стоимости инвестиций, производится оценка прибыли в год выхода, которая впоследствии умножается на мультипликатор цена / чистая прибыль. Метод слабо применим для венчурного инвестирования, так как компании по сути инновационные и у них имеется очень мало (или не имеется вовсе) аналогов. Значения мультипликаторов зачастую очень сильно различаются, и могут показывать совершенно отличный от будущего значения результат. Однако можно использовать несколько сценариев для вычисления конечной стоимости портфельной компании, притом каждый сценарий будет иметь отличные от других сценариев входные параметры, и, соответственно, другие результаты вычислений<sup>34</sup>.

Пример. В предыдущем примере конечная стоимость компании составляла \$40 млн. Допустим, анализ сценариев предлагает три возможных варианта:

1. Предполагаемая прибыль составляет \$4млн. и ожидаемый мультипликатор цена/прибыль равен 10. Конечная стоимость получается равной \$40 млн, в соответствии с ожиданиями предпринимателя.
2. Компания не настолько успешна, и получает прибыль только размером \$2 млн. Рост был более медленным, и поэтому мультипликатор составляет 5. Конечная стоимость в этом случае равна \$10 млн.
3. Компания становится банкротом, конечная стоимость равна \$0

Если все сценарии равновероятны, общая конечная стоимость находится как арифметическое среднее:  $= \$40/3 + \$10/3 + \$0/3 = \$16,7$  миллионов.

Конечная стоимость в \$16,7 млн. затем используется для последующей оценки инвестиций. Это альтернативный увеличению ставки дисконтирования метод.

---

<sup>34</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 284

Обобщая вышесказанное можно сказать, что оценка стоимости венчурной компании сильно зависит от применяемых предположений, что делает необходимым вычисление уровня риска. Кроме этого, необходимо использование сценарного метода для нахождения зависимости между изменением стоимости компании и изменением предположений.

Приведенные здесь методы оценки не имеют своей главной целью нахождение самой точной будущей цены портфельной компании. Напротив, основная их цель – определение некоторых основных параметров компании до начала переговоров между венчурной компаний и фондом частного капитала. Конечная цена, уплачиваемая за определенную долю в бизнесе, будет зависеть от переговорных преимуществ каждой из сторон.

### ***Определение Cash-flow портфельной компании***

Для того, чтобы вовремя расплачиваться с кредиторами портфельной компании, необходимо иметь достаточный денежный поток. Отдельного внимания заслуживает модель выкупа с леввереджем<sup>35</sup>, в которой объем долговых обязательств в начале сделки очень высок, однако с течением времени уменьшается. Cash flow, генерируемый портфельной компанией, должен быть достаточен для выплат по долговым обязательствам.

Подсчет cash-flow следует начинать с чистой прибыли, отраженной в отчете о прибылях и убытках, затем прибавляя неденежные расходы – амортизацию основных средств и нематериальных активов, а также амортизацию отложенных издержек. Отложенные издержки образуются из амортизации транзакционных издержек, возникающих при организации долгового финансирования выкупа акций. Примеры издержек включают комиссию банков, юридические издержки, бухгалтерские издержки<sup>36</sup>.

Инвестиции в основной капитал уменьшают денежный поток. Данный вид инвестиций можно разделить на два подвида – капитальные расходы и

---

<sup>35</sup> Cem Demiroglu, Christopher M. James: Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing, SSRN

<sup>36</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 289

реинвестирование амортизации. Любое увеличение чистого оборотного капитала также уменьшает денежный поток (к примеру, увеличение товарно-материальных запасов при отсутствии прочих изменений оборотного капитала уменьшит денежный поток).

*Таблица 5. Пример вычисления денежного потока:*

	Год 2011
Чистая прибыль	10,0
+ Амортизация	4,8
+ Амортизация отложенных издержек	0,2
- Реинвестирование амортизации	-4,8
- Капитальные расходы	-1,2
- Увеличение (+ уменьшение) оборотного капитала	-0,6
= Денежный поток для выплат по займу	\$8,4

Оценка денежного потока особенно важна в модели выкупа с леввереджем (LBO), где излишние денежные потоки обычно используются на погашение долга. Вначале производятся выплаты по старшим займам, а затем по младшим. Некоторые LBO имеют до шести уровней долга с разными уровнями старшинства, называемыми траншами.

По мере того, как компания выплачивает долг, доля в правах требования на ее активы со стороны фонда частного капитала увеличивается. Таким образом, если LBO приносит прибыль, то доля фонда постоянно увеличивается. Фонду не выплачиваются дивиденды – доход он получает во время выхода из портфельной компании. Обычно предполагается, что долг будет выплачен в течение 5 лет, если только компания не будет продана раньше/позже исходя из финансовых соображений.

Чтобы предсказать стоимость компании при «выходе» могут быть использованы мультипликаторы выручки или прибыли. Также может использоваться метод дисконтирования денежного потока. Мультипликатор цена/ЕБИТ используется для оценки фирмы в целом, выплаты долга не берутся в расчет; мультипликатор Р/Е отражает настоящие ожидания стоимости акционерного капитала. Чаще всего

применяется анализ с использованием трех сценариев: консервативного, наиболее вероятного и агрессивного – чтобы получить разброс возможных цен.

### ***Оценка стоимости портфельных компаний***

Наиболее трудоемкой и важной в работе аналитических служб управляющей компании является оценка стоимости портфельной компании во время выхода. Без правильного определения будущей стоимости вложений любой прогноз будет бессмысленным, а инвесторы фонда понесут убытки. Здесь можно выделить три основополагающих метода:

- 1) метод мультипликаторов
- 2) метод целевой IRR
- 3) Метод денежного потока на акционерный капитал

1. Два наиболее часто используемых **мультипликатора** – это P/EBIT и P/E<sup>37</sup>. Допустим, что долговые обязательства портфельной компании равны \$84.6 в течение 5 лет. Первоначальные инвестиции \$30 млн. \$27 млн. принадлежали фонду частных капиталовложений, \$3 млн. – менеджменту. В результате переговоров доходы разделились: 85% - фонду, 15% менеджменту. Предположим также, что операционный доход составляет \$40 млн в пятом году, а чистая прибыль равна \$15 млн.

*Таблица 6. Пример использования показателя P/EBIT:*

<b>Мультипликатор EBIT</b>	Начальное значение	Конечная стоимость		
		Консервативный	Наиболее вероятный	Агрессивный
Операционный доход на 5 год		40	40	40
Мультипликатор P/EBIT		5	7	9
Стоимость компании	150,0	200,0	280,0	360,0
+ Себестоимость сделки	5,0			
- Долг	-125,0	-84,6	-84,6	-84,6
Стоимость поглощения (Капитал)	30	115,4	195,4	275,4
<b>Структура собственности</b>				
Фонд (85%)	27,0	98,1	166,1	234,2
Менеджмент (15%)	3,0	17,3	29,3	41,3
Всего капитализация	30,0	115,4	195,4	275,4

<sup>37</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 545

<b>IRR</b>			
Фонд	29%	44%	54%
Менеджмент	42%	58%	69%

Если применяется метод P/EBIT, мы оцениваем компанию в целом, применяя мультипликатор к операционному доходу. В приведенном примере согласно консервативному прогнозу мультипликатор равен 5 и применяется к операционному доходу в \$40 млн.; в данном случае стоимость компании будет \$200 млн. Вычитая долговые обязательства размером \$84.6, получаем стоимость акционерного капитала в \$115.4 млн. Доля фонда в структуре собственности в 85% в денежном выражении составляет \$98.1 млн. Оставшиеся 15% принадлежат менеджменту и составляют \$17.3 млн.

IRR для менеджмента составляет 42%, а для фонда 29%. Отметим, что так как акционеры не получают дивидендов в течение срока инвестирования, IRR высчитывается исходя из конечной стоимости компании.

Второй мультипликатор - это P/E. Допустим, при консервативном сценарии мультипликатор равен 9, а чистая прибыль \$15 млн., что выражается в стоимости акционерного капитала в \$135 млн. Принадлежащие фонду 85% акций оцениваются в \$144.8 млн; другие 15%, принадлежащие менеджменту оцениваются в \$20.3 млн. Отметим, что значение мультипликатора P/E выше значения мультипликатора P/EBIT.

*Таблица 7. Пример использования показателя P/E:*

Мультипликатор P/E	Начальное значение	Конечная стоимость		
		Консервативный	Наиболее вероятный	Агрессивный
Чистая прибыль на 5 год		40	40	40
P/E		5	7	9
Стоимость компании	150,0	200,0	280,0	360,0
<b>Структура собственности</b>				
Фонд (85%)	27,0	114,8	153,0	191,3
Менеджмент (15%)	3,0	20,3	27,0	33,8
Всего капитализация	30,0	135,0	180,0	225,0
<b>IRR</b>				



Фонд	34%	41%	48%
Менеджмент	47%	55%	62%

Значения ставок внутренней доходности в первом и втором методе схожи. Если стоимость компаний отличается более чем на 50%, необходимо проанализировать базу значений мультипликаторов, составляемую на основе похожих сделок компаний-аналогов. Возможно, что были использованы неподходящие мультипликаторы или рынок был слишком волатилен.

В приведенном примере мы определяли цену, за которую фонд согласится купить определенную долю в портфельной компании, а затем определяли ставку доходности. На практике часто случается так, что фонд хочет вначале оценить портфельную компанию целиком, а затем, изменяя возможные доли в компании, оценить доходы от ее продажи. Чтобы решить эту проблему используются два метода – целевой IRR и денежного потока на акционерный капитал<sup>38</sup>.

**2. Метод целевой IRR.** Вложение средств в уставный капитал портфельной компании предоставляет право требования на активы довольно рискованного и использующего гигантский финансовый рычаг бизнеса. Фонду частного капитала определяет целевую ставку внутренней доходности, которая бы компенсировала бы этот риск.

Метод целевой IRR должен учитывать:

- Стоимость долгового финансирования сделки
- Стоимость акционерного капитала аналогичной, но не использующей финансовый рычаг фирмы
- Целевую ставку доходности, удовлетворяющую инвесторов фонда

Если говорить о приемлемом риске, то в современных условиях целевая ставка доходности обычно ранжируется в пределах от 20% до 40%

Когда применялся мультипликатор P/E в одном примере выше, разброс IRR составлял от 34% до 48%. Если бы у инвестора целевая IRR равнялась бы 30%, то он

<sup>38</sup> Алексей Герасименко, «Финансовый менеджмент – это просто!», Москва-Казань, 2010, стр 657,

бы согласился заплатить больше, чем \$27 млн. за 85% долю в портфельной компании.

Определить цену инвестиций в уставный капитал компании можно по следующей формуле:

Текущая стоимость акционерного капитал = Конечная стоимость / (1 + целевая IRR)<sup>n</sup>, где n- срок инвестирования в годах

В примере с мультипликатором P/E при наиболее вероятном сценарии конечная стоимость доли акционерного капитала, принадлежащей фонду, была бы равна \$153 млн на пятый год инвестирования; первоначальные вложения за счет обеспеченного долга, необеспеченного долга и средств менеджмента составляли \$55 млн, \$70 млн и \$3 млн соответственно. Транзакционные издержки составляли \$5 млн.

Допустим, что целевая IRR составляет 30%, тогда текущая стоимость инвестиций составляет:

$$PV_{\text{инвестиций в капитал}} = \$153 / (1 + 0.30)^5 = \$41.21$$

Стоимость компании в целом составляет:

PV инвестиций в акционерный капитал	\$41.21
+ Прочие инвестиции в акционерный капитал	\$3
+ Долговое финансирование	\$125
- Транзакционные издержки	\$5
= Общая стоимость	\$164.21

В итоге, целевая IRR в 30% достижима, если общие инвестиции составят \$164.21. Если инвестируемая сумма превысит это значение, то IRR будет меньше 30%; в противоположном случае IRR превысит 30%.

**3. Метод денежного потока на акционерный капитал.** Ранее предполагалось, что стоимость акционерного капитала (предполагаемый доход инвестора) постоянна в течение периода инвестирования. Однако ключевым аспектом таких сделок, как LBO, является высокий уровень долга, уменьшаемый с течением времени<sup>39</sup>. Чем

---

<sup>39</sup> Cem Demiroglu, Christopher M. James: Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing, SSRN

большой объем заемных средств использует портфельная компания, тем большему риску она подвержена. Вследствие этого прибыль от владения акционерным капиталом вначале будет принимать самые большие значения, а затем постепенно снижаться<sup>40</sup>.

Основываясь на этом предположении, при дисконтировании будущей стоимости к текущему моменту аналитики используют различные ставки для каждого периода. Чтобы определить ожидаемую прибыль на акционерный капитал (т.е. ставку дисконтирования), необходимо определить пропорцию акционерного капитала и заемных средств в структуре финансирования. Однако, если сумма долга уменьшается, а компания генерирует доход каждый период, результаты вычислений стоимости будут меняться от периода к периоду. Поэтому, чтобы определить стоимость акционерного капитала в каждый период, начать следует с последнего периода, затем приводя его к более ранним.

Пример поможет проиллюстрировать процесс. Вначале необходимо вычислить Бету финансового выкупа.

$$\text{Бета}_{\text{капитала}} = \text{Бета}_{\text{активов}} * (D+E)/E, \text{ где}$$

$\text{Бета}_{\text{капитала}}$  – бета портфельной компании

$\text{Бета}_{\text{активов}}$  – бета активов компании

E – стоимость инвестируемая в капитал

D – стоимость долгового финансирования

Бета активов компании отражает риск компании, независимо от структуры капитала. Ее можно использовать совместно с CAPM, чтобы вычислить ожидаемый доход на вложенный капитал:

$$E(R_{\text{капитала}}) = R_f + \text{Бета}_{\text{капитала}} * (E(R_{\text{рыночная}}) - R_f)$$

Хотя ставки безрисковой доходности на практике прогнозируются с использованием кривой доходности казначейских облигаций США, предположим, что они постоянны, также как и рыночная премия ( $E(R_{\text{рыночная}}) - R_f$ )

---

<sup>40</sup> Cem Demiroglu, Christopher M. James: Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing, SSRN

Для конечной стоимости будем использовать наиболее вероятный по мультипликатору P/E сценарий с результатом \$180 млн. Отметим, что данный показатель включает как долю фонда в капитале фирмы, так и долю менеджмента.

Предположим, что бета активов портфельной компании постоянна и равна 1.0, ставка, свободная от риска равна 4%; рыночная премия равна 9%.

Структура займа портфельной компании представлена следующим образом:

*Таблица 8: Структуры займа портфельной компании течение периода действия LBO:*

	Текущий	Прогноз				
	0	1	2	3	4	5
Старший Транш	55,0	49,8	43,6	35,8	26,5	14,6
Младший Транш	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0

Расчет текущей стоимости портфельной компании начинается с определения ставки дисконтирования и беты капитала. Общее значение долга в 5 году равно \$14.6 + \$70.0 = \$84.6; стоимость капитала равнялась \$180. Используя формулу, приведенную выше, получаем:

$$\text{Бета}_{\text{капитала}} = 1.0 * (84.6 + 180) / 180 = 1.47$$

Используя CAPM:

$$E(R_{\text{капитала}}) = 4\% + 1.47 * (9\%) = 17.23\%$$

Далее дисконтируем стоимость компании в \$180 млн на один год назад:

$$PV_{\text{стоимости компании в 4 году}} = \$180 / (1 + 0.1723) = \$153.54$$

Теперь, получена стоимость компании в 4 году, необходимо рассчитать бету капитала, используя данные о величине долга и структуре средств компании для 4 года. Значение величины долга в 4 году равно \$26.5 + \$70.0 = 96.5.

$$\text{Бета}_{\text{капитала}} = 1.0 * (96.5 + 152.54) / 153.54 = 1.63$$

Используя CAPM:

$$E(R_{\text{капитала}}) = 4\% + 1.63 * (9\%) = 18.67\%$$

Далее дисконтируем стоимость компании в \$153.54 млн на один год назад:

$$PV_{\text{стоимости компании в 3 году}} = \$153.54 / (1 + 0.1867) = \$129.38$$

Далее данный процесс повторяется до нулевого года, в котором стоимость капитала компании получается равной \$69.98. Прибавляя значение долга в \$125 млн. в нулевом году, получаем первоначальную стоимость компании в \$194.98 млн.

*Таблица 9. Финансовые показатели компании для метода CF на акционерный капитал*

Год	0	1	2	3	4	5
Долг	125,0	119,8	113,6	105,8	96,5	84,6
Капитал	69,98	87,8	107,5	129,4	153,5	180,0
Конечная стоимость	195,0	207,6	221,1	235,2	250,0	264,6
% долга	64,1%	57,7%	51,4%	45,0%	38,6%	32,0%
% капитала	35,9%	42,3%	48,6%	55,0%	61,4%	68,0%
Бета капитала		2,37	2,06	1,82	1,63	1,47
Стоимость капитала		25,29%	22,51%	20,36%	18,66%	17,23%

Доля долга в конечной стоимости компании постоянно падает, уменьшается также и абсолютное значение долга. Как результат, бета капитала компании тоже уменьшается, вызывая падение стоимости капитала (ставки дисконтирования)

При использовании метода целевой IRR было использовано единственное значение ставки дисконтирования. В методе денежного потока на акционерный капитал были найдены пять различных ставок дисконтирования. Чтобы вычислить одну общую ставку, необходимо найти их среднюю геометрическую:

$$((1.2529)(1.2251)(1.2036)(1.1866)(1.1723))^{1/5} - 1 = 20.8\%$$

Данную ставку называют CAPM IRR чтобы отличить от Целевой IRR. Дисконтирование на 20.8% в течение пяти лет даст нам тот же результат в \$69.98:

$$PV_{\text{стоимости компании в 0 году}} = \$180 / (1 + 0.2080)^5 = \$69.98$$

**Выводы.** Таким образом, мы выяснили, что при оценке фондов частного капитала инвесторы, прежде всего, обращают внимание на:

- 1) Стоимость чистых активов фонда. Недостатками данного показателя является отсутствие единообразного подхода к оценке, невозможность отразить

различия между фондами по срокам и характеру инвестирования, невозможность учесть некоторые виды активов.

- 2) Внутренняя норма доходности. Недостатками данного показателя является предположение, что денежные потоки, полученные до выхода из портфельной компании, реинвестируются под одну и ту же ставку, а на практике они реинвестированы быть не могут.
- 3) Показатели GIPS. Эти показатели очень часто используются инвесторами фонда из-за их простоты и возможности отделять полученный и неполученный доход. Данный метод, однако, не учитывает временную стоимость денег.

Фонды частного капитала используют другие показатели при оценке портфельных компаний:

- 1) Оценивается доля фонда частного капитала в собственности на портфельную компанию.
- 2) Производится оценка рискованности инвестиций посредством 2 основных способов – применения ставки дисконтирования, которая реалистично бы отражала риск банкротства (более трудоемкий) и адаптация конечной стоимости к возможности банкротства или недополучения прибыли (слабо применим для венчурного инвестирования).
- 3) Производится оценка денежного потока, которая особенно важна при выкупе компании с леввереджем.
- 4) Находится стоимость портфельной компании в последний год инвестирования посредством 3 методов:
  - a. Мультипликаторов, который слабо применим к венчурным компаниям. Против данного метода выступает тот факт, что разброс полученных цен может быть большим.
  - b. Целевой IRR. Используется фондами для определения максимальной цены покупки портфельной компании.
  - c. Денежного потока на акционерный капитал. Наиболее трудоемкий способ, позволяющий учесть влияние долгового финансирования.

## **Глава 3. Тенденции функционирования фондов частного капитала ЕС и России в условиях финансовой глобализации**

### **3.1 Современное состояние и особенности функционирования фондов частного капитала в Европе**

Европейский рынок частных капиталовложений намного больше по объему и несравнимо более развит качественно, нежели российский. Он характеризуется следующими показателями<sup>41</sup>:

- Объем мобилизованного капитала в 2009 году был равен 16,1 млрд евро, что однако составило только 20% от сумм, привлеченных в предкризисных годах.
- Общая сумма инвестиций в 2009 году равнялась 22,7 млрд евро (половина от уровня 2008 года)
- Ввиду уменьшения объема заключаемых сделок, число профинансированных предприятий уменьшилось лишь на 20%
- Не равномерно распределен по регионам – 35% мобилизованного капитала находится под управлением компаний Великобритании (60% в 2008 году). Фонды прямых инвестиций в трех европейских странах – Великобритании, Франции и Германии – доминируют в инвестиционной активности (70% в общем объеме осуществленных инвестиций в 2008 году). Инвестиции в Великобританию, Францию, Германию и Италию – составляют около снизилось до примерно 50%
- Доля участия в общей сумме инвестиций региона Центральной и Восточной Европы составила в 2009 году 11% – благодаря нескольким крупным сделкам, проведенным в этом регионе
- 1689 фондов прямого инвестирования активно осуществляли прямые инвестиции в том же 2009 году
- Суммарно в Европе под управлением находился капитал на сумму 532 млрд евро В 2009 году фирмы прямых инвестиций, находящиеся в Европе,

---

<sup>41</sup> <http://www.thecityuk.com/>

осуществили инвестиции на общую сумму 23,4 млрд евро в 5046 компаний.



Схема 12. Инвестиции по странам нахождения фондов частного капитала<sup>42</sup>

Кризис явился испытанием для европейской индустрии прямых инвестиций – вследствие распространившейся повсеместно макроэкономической неопределенности, отсутствия высококачественных объектов для инвестиций, слабых перспектив получения прибыли, невозможности удовлетворить ожиданиям продавцов и покупателей и крайне затрудненной доступности заемных средств. В то же время спад создал необходимость сосредоточить усилия на уже существующих портфельных компаниях. В результате руководство фондов стало очень осторожно подходить к принятию инвестиционных решений, что и вылилось в сокращение инвестиций в целом. Ограничения по ликвидности, с которыми пришлось столкнуться инвесторам, значительно затруднили привлечение капитала, в то время как уменьшение возможностей получения доходов уменьшили доступность заемных средств. Все эти факторы, в совокупности со значительным увеличением стоимости обслуживания долга, явились значительными препятствиями в развитии отрасли в Европе. И в довершение всего обширный экономический кризис сильно повлиял на

<sup>42</sup> <http://www.rvca.ru/>



результаты деятельности предприятий по всем отраслям экономики, включая и многие портфельные компании. В результате фонды частного капитала направили свои основные усилия на свои уже существующие портфели, стараясь помочь им пережить кризис путем вливания в них дополнительного акционерного капитала, усиления оперативной поддержки и усовершенствования системы управления.

В согласии с общей экономической тенденцией, портфельные компании, получившие прямые инвестиции, пережили всплеск списаний особенно в 2009 году, когда произошли списания на общую сумму 3,9 млрд евро (по сравнению с 849 млн евро в 2008 году). Число списанных в 2009 году компаний равнялось 412, что составило 1,6% от европейского портфеля, включавшего в себя 25 000 компаний. Большая часть списаний (70%) естественно приходилась на компании, получившие венчурные инвестиции, которым по определению присущ наибольший риск.



Схема 13. Инвестиции европейских фондов частного капитала и количество профинансированных компаний<sup>43</sup>

Общий объем инвестиций в 2009 году достиг 22,7 млрд евро, что составляло лишь 43% от инвестиционного уровня 2008 года. Однако, поскольку сделки в основном были небольшого размера и средний объем инвестиций упал почти по

<sup>43</sup> <http://www.rvca.ru/>

всем инвестиционным стадиям, число получивших инвестиции компаний лишь на 20% было ниже их числа в 2008 году, при этом 4549 предприятий Европы получили финансирование того или иного рода<sup>44</sup>.

Касательно отраслевого распределения характерно то, что отрасли биотехнологий и здравоохранения возглавляют список секторов, получивших прямые инвестиции. По числу профинансированных компаний в 2009 году сектор биотехнологий и здравоохранения шел наравне с сектором ИТ и бытовой электроники, отвечая каждый за 17% инвестиций. В венчурном сегменте доминирует сектор биотехнологий и здравоохранения, как по объему инвестированного капитала, так и по числу получивших инвестиции компаний.

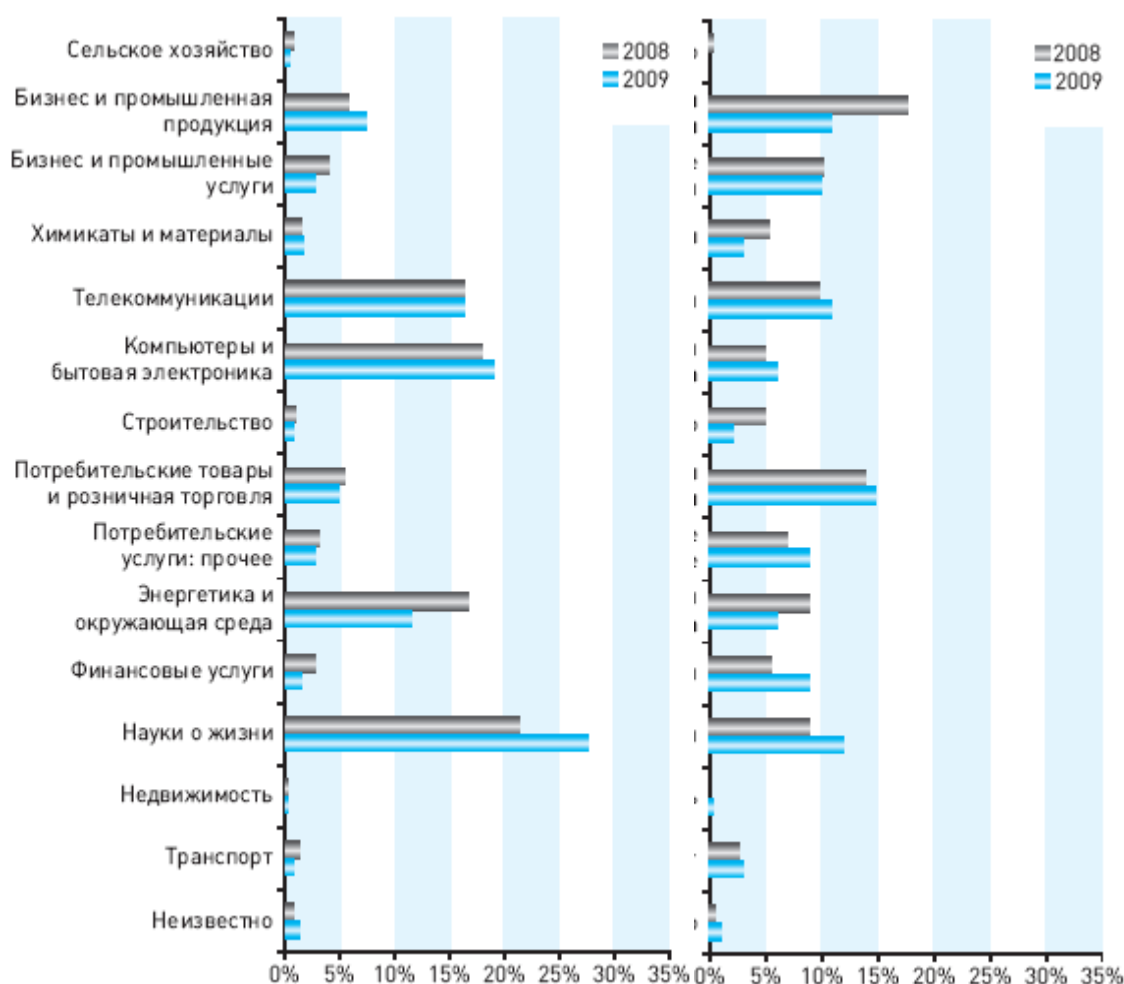


Схема 14. Инвестиции фондов частного капитала по отраслям в Европе (венчурные - слева, прямые - справа)<sup>45</sup>

<sup>44</sup> <http://www.thecityuk.com/>

Если рассматривать количество выходов из компаний, то фирмы прямых инвестиций, находящиеся в Европе, осуществили в 2009 году выходы из более чем 1800 компаний, с суммарной стоимостью изъятого капитала 11,1 млрд евро<sup>46</sup>.

Однако тенденция такова, что фирмы прямых инвестиций начали откладывать выходы, предпочитая сфокусироваться на улучшении операционных характеристик и повышении производительности существующих портфельных компаний, чтобы помочь им пережить тяжелые экономические времена.



Схема 15. Стоимость изъятого ФЧК капитала и количество выходов Европе<sup>47</sup>

### 3.2 Институциональная структура и перспективы развития российских фондов частного капитала

Институциональная структура российского рынка венчурных инвестиций развита хуже структуры рынка прямых инвестиций. Участников венчурного рынка сравнительно немного - из самых известных можно назвать, наверное, Intel Capital, важную роль также играет государство в лице госкорпорации «Роснано».

За последние пару десятков лет для сегмента прямых инвестиций было много возможностей инвестировать в нерентабельные производственные активы,

<sup>45</sup> <http://www.rvca.ru/>

<sup>46</sup> <http://www.thecityuk.com/>

<sup>47</sup> <http://www.rvca.ru/>

оптимизировать их операционную деятельность и потом вывести на IPO или продать стратегическому инвестору (например, крупной международной компании). Этим активно пользовались частные инвестиционные фонды, первые из которых появились в России под управлением крупных международных компаний. Среди классических российских частных инвестиционных фондов можно назвать Delta Private Equity, Svarog Capital Advisors, Baring Vostok Capital Partners. В качестве инвестора, подобного частным фондам, время от времени выступает и Европейский банк реконструкции и развития (EBRD), который в свое время к тому же поучаствовал в капитале ряда фондов прямых инвестиций, специализирующихся на инвестициях в российские компании<sup>48</sup>.

На российском рынке прямых инвестиций можно выделить:

1) «Олигархические» фонды, являющиеся уникальной особенностью российского рынка. С появлением достаточного начального капитала российские «олигархи» стали организовывать управление своими активами в виде компаний, которые позиционируют себя как частные инвестиционные фонды. В качестве примеров можно назвать «Базовый элемент» Олега Дерипаски, «Систему» Владимира Евтушенкова, «Онэксим» Михаила Прохорова, «Нафту Москву» Сулеймана Керимова и т.д. Однако такие частные фонды отличаются от «классических». В «классических» фондах инвесторы надеются на доход и не принимают активное участие в работе фонда. В фондах российских «олигархов» сами контролирующие акционеры принимают весьма активное участие в принятии ключевых решений фондов и их портфельных бизнесов. Фактически это не фонды, а штаб-квартиры диверсифицированных холдингов, управляющих компаниями в нескольких различных отраслях бизнеса.

2) Классические фонды, очень часто организованные с помощью иностранного капитала. Некоторые российские «олигархи» также организуют фонды, по своей работе похожие на классические. Такие фонды имеют

---

<sup>48</sup> <http://www.rvca.ru/>

профессиональных управляющих, в работу которых основной акционер вмешивается очень ограниченно. В качестве примера можно называть Svarog Capital Advisors<sup>49</sup>.

Если говорить о численных значениях, российский рынок существенно уступает развитым рынкам Запада. В 2009 году объем капитала под управлением, аккумулированного в фондах, действующих на российском рынке прямого и венчурного инвестирования, достиг величины всего лишь \$15,2 млрд, что ничтожно на фоне триллионов долларов на рынке США. Большое негативное воздействие на сегмент оказал мировой финансовый кризис: наметился определенный спад прироста капитала относительно предыдущих периодов: в 2008 году прирост капитала составлял около 40% , в 2007 году – более 60%

Влияние кризиса еще заметней, если обратить внимание на объем привлеченных средств: в 2009 году он составил порядка 1,31 млрд долл, что в 3,5 раза меньше чем в 2008. Причиной служит тот факт, что многие управляющие компании, ранее планировавшие сбор вторых (и последующих) фондов, скорректировали свои планы, и перенесли фандрейзинг на более поздние годы - осуществление выходов из ранее проинвестированных компаний в период 2008–2009 годов было весьма проблематично и, соответственно, сбор средств в новые фонды являлся бы затруднительным.

---

<sup>49</sup> <http://www.rvca.ru/>



Схема 3. Капитализация фондов частного капитала в России (2000-2009 гг)<sup>50</sup>

Динамика численности фондов частного капитала в России в начале 2000-х годов была впечатляющей, однако сейчас можно говорить о замедлении ее роста. Число действующих фондов отстает от показателей развитых стран, однако в рамках послекризисного восстановления ряд управляющих компаний объявил о запуске новых фондов. Важным игроком является государство, которое в лице корпорации Ростехнологии создает фонды на паритетных началах с западными инвесторами.

<sup>50</sup> <http://www.rvca.ru/>



Схема 4. Число фондов частного капитала в России – венчурных и прямых инв<sup>51</sup>.

Из-за кризиса также снизился и средний размер сделки, который составил 7,4 млн долл., что примерно соответствует уровню 2006 года.

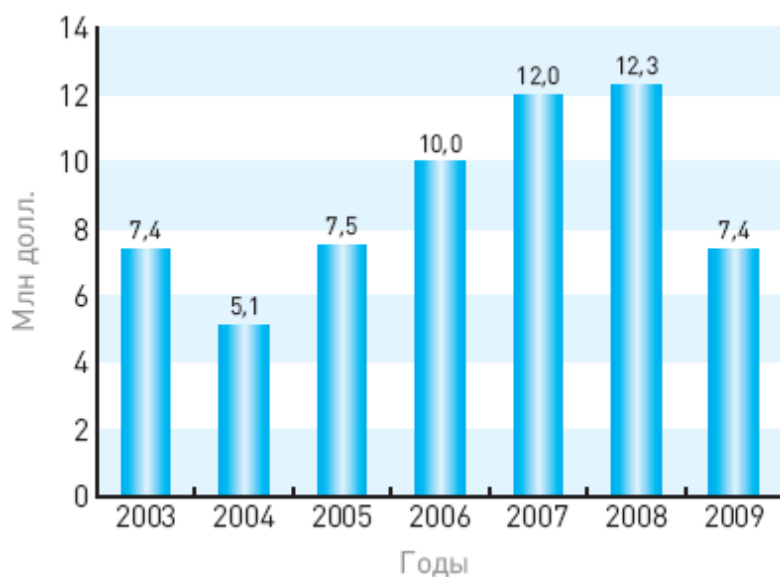


Схема 5. Средний размер инвестиций фондов частного капитала в России<sup>52</sup>

Что касается структуры капитала фондов, то она может быть оценена лишь приблизительно. Нежелание частных фондов раскрывать информацию о структуре

<sup>51</sup> <http://www.rvca.ru/>

<sup>52</sup> <http://www.rvca.ru/>

привлеченных капиталов связано с опасением потери доверия инвесторов, внутренними учредительными и партнерскими договоренностями в фондах, и т. п.

В связи с этим информация об источниках и типах капитала в статистике за некоторые годы идентифицирована не в полной мере. С учетом отмеченных особенностей, источники капиталов с точки зрения географии происхождения распределяются следующим образом:

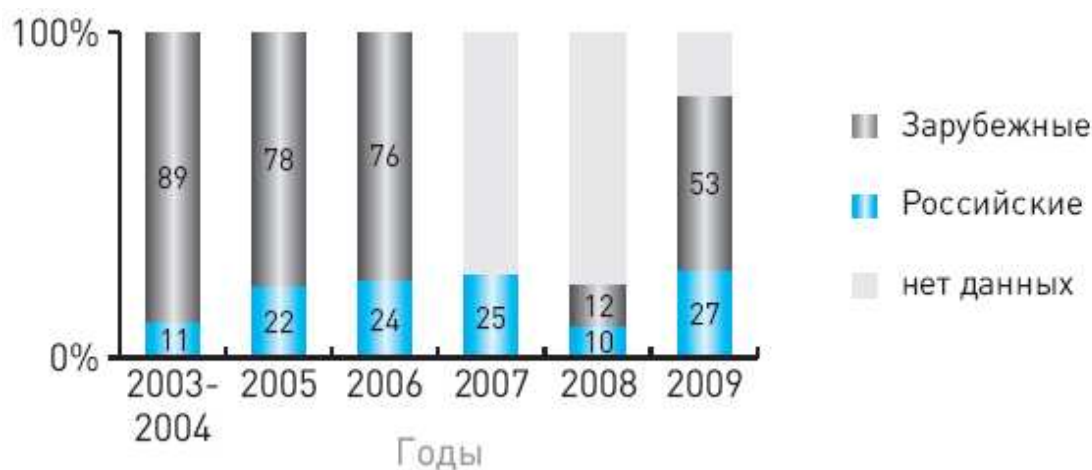


Схема 6. Структура источников капитала российских фондов частного капитала<sup>53</sup>

Как видно из диаграммы, доминирующим источником является иностранный капитал; в структуре же российских источников преобладают государственные средства и капитал институциональных инвесторов. При этом в качестве государственных источников выступают денежные средства, поступившие из федерального или региональных бюджетов, а государственные средства, поступившие через различные институты развития, отнесены к средствам институциональных инвесторов:

<sup>53</sup> <http://www.rvca.ru/>



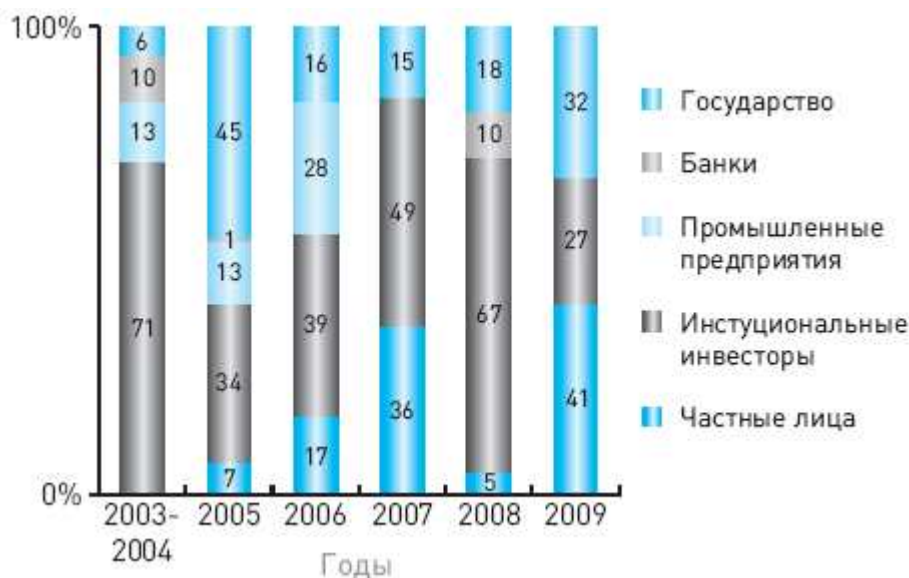


Схема 7. Источники средств фондов частного капитала в России<sup>54</sup>

Негативной тенденцией являются трудности при привлечении средств от российских инвесторов, поскольку они не всегда готовы исполнять принимаемые на себя «комитменты» по внесению денежных средств в капиталы фондов.

Что касается управляющих компаний, что к концу 2009 года их число, осуществляющих свою деятельность в сфере прямого и венчурного инвестирования на территории РФ, достигло 105.

Интересно взглянуть на управляющие компании в разрезе капиталоемкости: число управляющих компаний, относящихся к наиболее капиталоемкой группе (управляющие компании «крупных» фондов размером от 151 до 2200 млн долл.), составляет 20. Данная группа УК руководит суммарным капиталом в размере около 11 млрд долл. Объем инвестиций колеблется в пределах от 15 млн долл. до 70 млн долл. в одну компанию. Данная группа инвестирует преимущественно в компании на стадии расширения и более поздних стадиях.

Число управляющих компаний второй группы, работающих с фондами «средней» капитализации размером от 51 млн долл. до 150 млн долл., составляет 32. Размер капиталов под управлением данной группы составляет около 3 млрд долл.

<sup>54</sup> <http://www.rvca.ru/>

Для фондов этой группы характерно отсутствие явных предпочтений с точки зрения стадии развития инвестируемых компаний. Объемы сделок варьируются в пределах от 5 млн долл. до 15 млн долл.

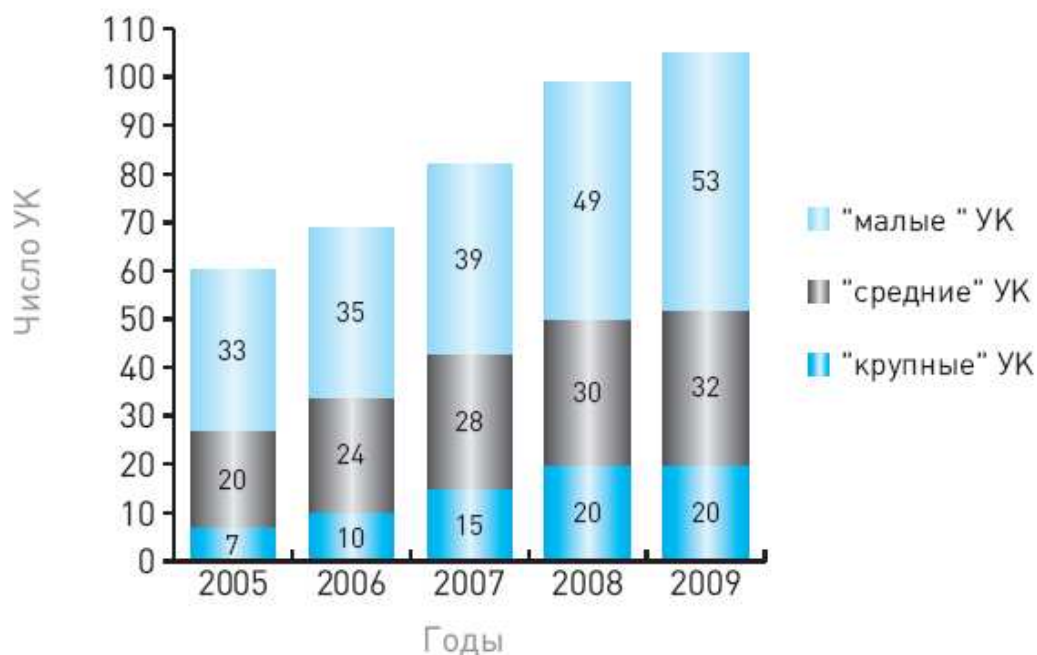


Схема 8. Число управляющих компаний фондов частного капитала в России<sup>55</sup>

Третья группа (управляющие компании фондов «малой» капитализации размером от 5 млн долл. до 50 млн долл.) содержит наибольшее число компаний – 53. Объем средств под управлением компаний этой группы составил около 1 млрд долл. Объемы заключаемых сделок в данной группе составляют, как правило, от нескольких сотен тысяч долл. до 3–5 млн долл. Данная группа в основном облаживает венчурный сегмент и значительно менее развита, чем предыдущие группы.

<sup>55</sup> <http://www.rvca.ru/>

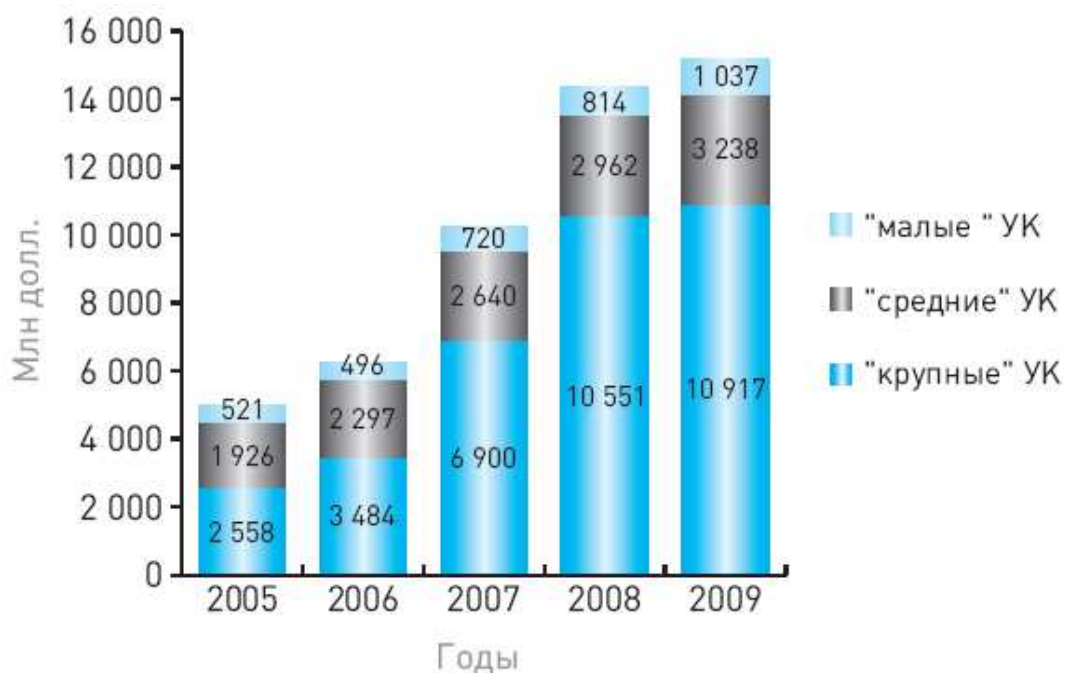
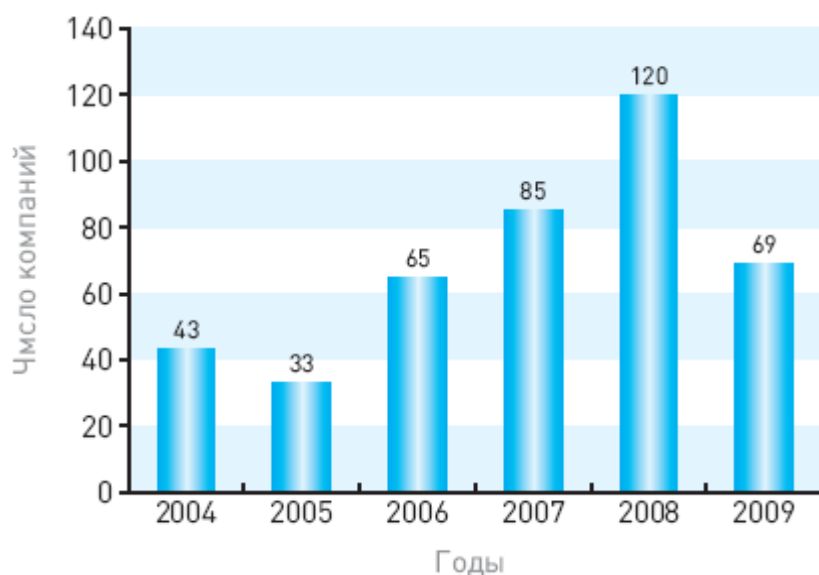


Схема 9. Средства под управлением различных групп фондов частного капитала<sup>56</sup>

Все в ходе 2009 года было зафиксировано около 70 сделок общим объемом около 500 млн долл., что опять же таки не идет в сравнения с рынками развитых стран, где за год осуществляются сотни сделок объемами на миллиарды долларов.

Если брать совокупный объем инвестиций, то он может быть оценен величиной, близкой к 1 млрд долл за 2009 год. Таким образом, рынок находится примерно на предкризисном уровне (2006 году был зафиксирован суммарный объем инвестиций в размере около 650 млн долл., в 2007 – примерно 1 млрд долл., в 2008 – около 1,5 млрд долл.).

<sup>56</sup> <http://www.rvca.ru/>



*Схема 10. Число зафиксированных сделок с портфельными компаниями за 2009 год<sup>57</sup>*

И в численном, и в денежном выражении, поток зафиксированных сделок несколько снизился. Отчасти это объясняется тем, что многие докризисные инвестиции фондов сейчас требуют особого внимания, чтобы по крайней мере просто удержать портфельные компании «на плаву», избежав списаний. Кроме того, кризис predetermined резкий спад в ряде прежде быстрорастущих секторов экономики, которые ранее являлись основным объектом интереса фондов прямых инвестиций и новые инвестиции представляются преждевременными.

Если рассматривать распределение инвестиций по отраслям - наибольшие объемы инвестиций осуществляются в потребительский рынок, в сектор телекоммуникаций и компьютерных технологий, а также в сферу финансовых услуг. Объем вложений в компании потребительского рынка составляет чуть более половины объема всех зафиксированных сделок. Лидерство потребительского сектора, скорее всего, сохранится и в ближайшей перспективе - это будет связано с тем, что после определенного спада неизбежно ожидается рост рынка потребительского кредитования и внутреннего спроса, также этому способствуют высокие цены на энергоносители, увеличивающие денежный поток внутри страны. Негативным фактором является повышенный риск инвестиций, присущий России, в

<sup>57</sup> <http://www.rvca.ru/>

первую очередь способствующий вложению средств фондов в производство потребительских товаров и создание услуг на потребительском рынке с относительно коротким сроком инвестиционной окупаемости (поскольку долгосрочные перспективы остаются неопределенными).

Секторы телекоммуникационных и компьютерных технологий (ТКТ) и финансовых услуг располагаются соответственно на втором и третьем местах по объемам зафиксированных сделок, при этом число зафиксированных сделок в секторе ТКТ значительно больше, чем в финансовом.

Общий объем зафиксированных сделок в секторе ТКТ составил в 2009 году около 100 млн долл. (около 19% от общего объема), что на фоне результатов Силиконовой долины кажется блеклым. Объем вложений в компании отрасли телекоммуникаций более чем в полтора раза превысил объемы вложений в компании компьютерных технологий (соответственно 59 млн долл. и 41 млн долл.).



Схема 11. Распределение инвестиций фондов частного капитала по отраслям в России<sup>58</sup>

Рынок телекоммуникаций, интернета и компьютерных технологий в меньшей степени, чем другие отрасли, является подверженным кризисным явлениям и имеет неплохие виды на будущее благодаря небольшим объемам заимствований на балансах портфельных компаний, стабильной ситуации на рынке интернет-рекламы

<sup>58</sup> <http://www.rvca.ru/>

по сравнению с традиционными видами рекламы, а также устойчивому спросу на телекоммуникационные услуги у населения. Кроме того, инвестиции в разработки, например программного обеспечения, не требуют значительных капитальных вложений (по крайней мере, сопоставимых с теми, которые требуются при создании производств) и обещают отдачу в краткосрочной перспективе. Есть основания надеяться, что в ближайшей перспективе интерес фондов к сфере ИКТ не будет снижаться, при условии появления новых интересных отечественных проектов.

Ряд других отраслей (таких как промышленное оборудование, сельское хозяйство, химические материалы, строительство, биотехнологии) находятся в куда худшем положении и демонстрируют значительное снижение объемов и числа сделок (активность инвесторов в них и в докризисные годы оставалась на достаточно невысоком, сравнительно с отраслями-лидерами, уровне).

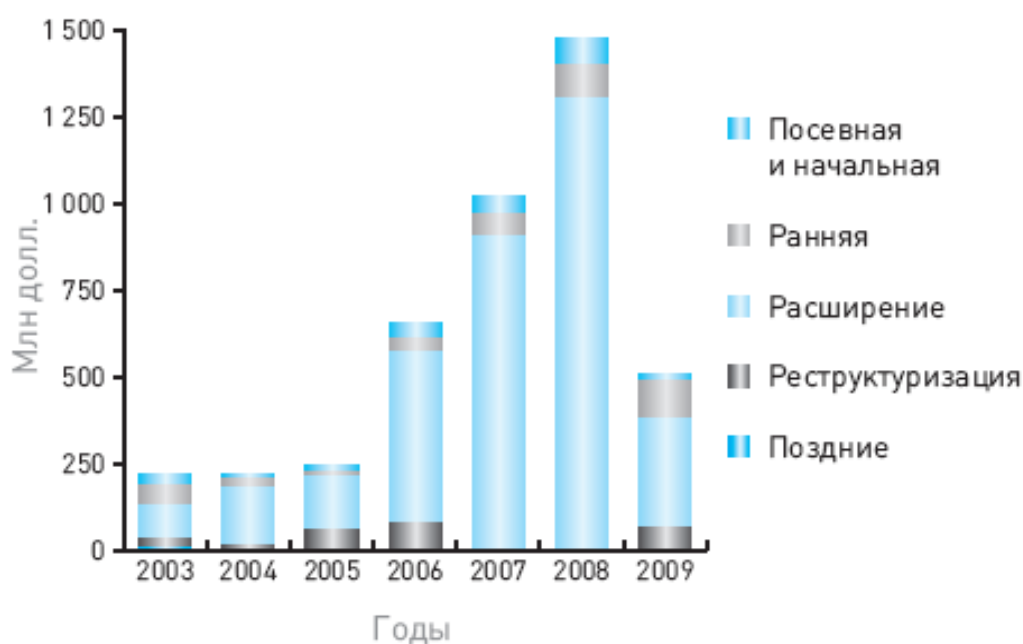


Схема 12. Объем инвестиций фондов частного капитала в компании на различных стадиях в России<sup>59</sup>

В 2009 году на «венчурных стадиях», под которыми традиционно понимаются инвестиции на посевной и начальной, а также ранней стадиях, зафиксированы сделки, относительная доля которых в общем объеме инвестиций составляет около

<sup>59</sup> <http://www.rvca.ru/>

24%. Однако подобный скачок объясняется скорее временным снижением объемов сделок на более поздних стадиях (расширение, реструктуризация и т.д.), нежели ростом объемов инвестиций на венчурных стадиях.

В денежном выражении объем инвестиций на венчурных стадиях составил лишь 124 млн долл. , при этом инвестиции на ранней стадии многократно превосходят инвестиции на посевной и начальной стадиях по объему: на посевной и начальной стадиях – 13,29 млн долл., на ранней – 110,46 млн долл.

**Выводы** Рынок частного капитала в России несопоставим по своим масштабам с рынком Европы. На венчурных стадиях количество проектов, готовых к привлечению инвестиций невелико; круг потенциальных стартапов достаточно ограничен. В этом смысле как никогда актуальной становится роль государственных институтов развития инфраструктуры венчурной индустрии, реализующих проекты по повышению компетентности менеджмента потенциальных компаний-заявителей проектов и по развитию компаний на посевной стадии.

На рынке прямых инвестиций наблюдается количественное отставание по объемам средств, находящихся под управлением в фондах (20 раз), количеству портфельных компаний (в 40 раз), управляющих компаний и фондов. Кроме того наблюдается и качественное отставание от европейского рынка – 47% инвестиций фондов частного капитала в России направлены в низкотехнологичный потребительский сектор, в то время как в Европе лидирует сектор биотехнологий.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Фонды частного капитала - это фонды, занимающиеся финансированием закрытых, не торгующихся на публичном рынке компаний, которые оперируют в двух сегментах: сегменте венчурных инвестиций и сегменте прямых инвестиций. Они помогают своим портфельным компаниям преодолеть путь от маленькой венчурной фирмы до большой и стабильной публично торгующейся компании посредством финансовых вложений, участия в управлении компанией, привлечение долгового финансирования на льготных условиях, перестроения внутренних процессов.

Фонды частного капитала несут в себе высокую потенциальную доходность, но в то же самое время они подвержены характерному для частных капиталовложений высокому уровню риска (в который входят такие виды риска, как риск ликвидности и риск отсутствия цены портфельных компаний) и характерным только для данного сектора видам издержек. Фонд частного капитала получает прибыль посредством «выхода» (от английского “exit”) из портфельных компаний. Наиболее эффективный «выход» - это продажа доли фонда в компании на бирже при проведении IPO. Другие способы выхода включают в себя: продажу всей компании стратегическому покупателю, продажу акций принадлежащих фонду финансовому покупателю, продажа акций принадлежащих фонду обратно владельцам компании, реорганизацию и ликвидацию.

Чтобы добиться высоких результатов инвестирования и максимальной отдачи от портфельных компаний, аналитики фонда частного капитала проводят оценку возможных будущих портфельных компаний. Такая оценка обычно включает:

- 1) Оценку доли фонда частного капитала в собственности на портфельную компанию.
- 2) Оценку ставки дисконтирования денежного потока и конечной стоимости портфельной компании (показатель рискованности инвестиций).
- 3) Оценку денежного потока, которая особенно важна при выкупе компании с использованием заемных средств.



4) Оценку конечной стоимости компании. В рамках которой используются методы:

- a. Мультипликаторов (метод слабо применим к венчурным компаниям)
- b. Целевой IRR.(используется для определения максимальной цены покупки портфельной компании).
- c. Денежного потока на акционерный капитал (наиболее трудоемкий способ, позволяющий учесть влияние долгового финансирования).

Компании и частные инвесторы, осуществляющие вложения в фонды частного капитала и являясь, таким образом, инвесторами инвесторов, пытаясь найти лучший фонд, проводят собственную оценку, обычно включающую:

- 1) Оценку стоимость чистых активов фонда.
- 2) Внутреннюю норму доходности фона.
- 3) Анализ показателей GIPS.

Говоря о российской практике, можно сделать вывод о том, что рынок частного капитала в нашей стране несопоставим по своим количественным и качественным параметрам с развитыми рынками. Фонды частного капитала в России управляют средствами в 20 раз меньшими, чем их аналоги в Европе, по количеству портфельных компаний наблюдается отставание в 40 раз, имеется значительное отставание по числу и объемам управляющих компаний и фондов. О качественном отставании говорит тот факт, что 47% инвестиций российских фондов частного направлены в низкотехнологичный потребительский сектор, в то время как в Европе, например, лидирует сектор биотехнологий.

В целом работа позволяет сделать вывод о том, что фонды частного капитала являются уникальными институтами, осуществляющими важнейшую функцию поддержания и развития новых компаний. Задачи инновационного развития, поставленные перед российской экономикой, предполагают, прежде всего, создание условий для развития новых компаний и секторов бизнеса. Чтобы выполнить поставленные задачи, российским фондам частного капитала придется преодолеть количественное и качественное отставание от своих западных аналогов.

## Список литературы

### I. Книги

1. David Gladstone, Laura Gladstone, Venture Capital Investing, Financial Times, 2006, 408 p.
2. Catharine Campbell, Smarter ventures, Financial Times, 2008, 406 p.
3. Gregoriou, Greg., Initial Public Offerings (IPOs). Butterworth-Heineman, 2006
4. Герасименко А., «Финансовый менеджмент – это просто!», 2010 . Текст книги в электронном варианте в свободном доступе: <http://www.gerasim.biz/attachments/Finance%20%20its%20simple%20v0.75.4.pdf>, режим доступа: свободный
5. Грэхем Б. «Разумный инвестор» - М.: Издательский дом "Вильямс", 2009
6. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. «Инвестиции»— М., 1997

### II. Статьи в англоязычных периодических изданиях

7. Cem Demiroglu, Christopher M. James: Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing, SSRN, текст в электронном виде в свободном доступе: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1032781](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1032781)
8. Joseph W. Bartlett. "What Is Venture Capital?" The Encyclopedia of Private Equity. February 2009
9. Paul A. Gompers. The Rise and Fall of Venture Capital. Financial Times, 2009
10. Samuelson, Robert J. "The Private Equity Boom". The Washington Post, March 15, 2007, p 19-23
11. Steven N. Kaplan and Per Strömberg. Leveraged Buyouts and Private Equity, Social Science Research Network, 2008
12. Wilson, John. The New Ventures, Inside the High Stakes World of Venture Capital, Social Science Research Network, 2010

### V. Интернет-ресурсы

13. Официальной сайт Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования <http://www.rvca.ru/>
14. Официальной сайт организации The City UK <http://www.thecityuk.com/>
15. Официальный сайт EFAMA (European Fund and Asset Management Association), [www.efama.org](http://www.efama.org)
16. Официальный сайт ICI (Investment Company Institute), [www.ici.org](http://www.ici.org)

17. Официальный сайт Национальной Лиги Управляющих, [www.nlu.ru](http://www.nlu.ru)
18. Официальный сайт ОЭСР, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
19. Интернет-портал [www.mirkin.ru](http://www.mirkin.ru)
20. Официальные сайты российских и зарубежных компаний