

В эпоху глобализации углубляется взаимосвязь финансовых рынков и усиливается корреляция доходности между представленными на рынке активами. В связи с экономическим кризисом в последнее время возрос интерес к поиску новых финансовых активов, которые в меньшей степени коррелируют с традиционными инструментами, что позволяет увеличить диверсификацию и снизить волатильность портфеля. Такие финансовые активы получили название альтернативных инвестиций, и к ним в том числе относятся вложения в фонды прямых инвестиций (ФПИ). Данная статья представляет собой обзор исследований доходности и риска вложений в ФПИ развитых и развивающихся стран.

Задача оценки доходности и риска для ФПИ не является простой ввиду специфики данного актива, которая заключается в информационной непрозрачности, нестабильности денежных потоков, низкой ликвидности и длительного периода инвестирования. Подходы к оценке доходности ФПИ постоянно совершенствуются, хотя на практике по-прежнему часто приводят к противоречивым результатам.

В статье будет представлен анализ как теоретических подходов к оценке доходности и риска ФПИ, так и результаты эмпирических исследований оценки доходности и влияния на нее различных детерминантов.

JEL: G12, G23

Ключевые слова: фонды прямых инвестиций, венчурные фонды, факторы доходности, оценка активов

Введение

Принято считать, что целью финансового инвестора является выгодное размещение средств. Данная цель реализуется путем покупки и продажи доступных на рынке активов, а ключевым фактором их выбора выступает корректная оценка риска и доходности. Для традиционных финансовых активов, таких как акции и облигации публичных компаний, показатели доходности имеют общепринятую и понятную методику расчета и не вызывают сомнений в своей теоретической обоснованности. Зачастую используется историческая или текущая доходность актива с корректировкой на риск. Оценка доходности вложений в ФПИ является более сложной задачей.

В отличие от акций и облигаций, которые торгуются на четко определенных рынках и могут быть в любой момент куплены или проданы по текущей стоимости, вложения в ФПИ являются долгосрочными и низколиквидными инвестициями, для которых практически не существует вторичного рынка. Кроме того, денежные потоки от вложений в ФПИ гораздо менее прогнозируемы во времени. При размещении средств в акции и облигации инвестор имеет предсказуемый график денежных потоков: он вкладывает деньги один раз в момент покупки актива, затем получает регулярные платежи в виде купонов или дивидендов, и окончательный платеж – когда продает актив. В случае с ФПИ ситуация принципиально отличается: инвестор берет на себя обязательства предоставлять денежные средства по требованию управляющего фондом в пределах суммы, определенной в инвестиционной декларации ФПИ в течение определенного срока, поэтому даже время инвестирования более или менее точно предсказать затруднительно. Средства от продажи активов, которые распределяются между участниками фонда по мере продажи активов и формируют положительные денежные потоки, также сложно прогнозировать, так как они определяются спецификой каждой конкретной портфельной инвестиции, приобретенной фондом и временем «выхода» (exit). Срок существования фонда в среднем составляет около 10 лет (включая пять лет инвестиционного периода), что определяет долгосрочную природу инвестиций. Кроме того, ФПИ являются информационно непрозрачными фондами, так как к управляющим фондам регулятором не предъявляется требований по раскрытию информации об их деятельности.

¹ Аспирант НИУ ВШЭ.

В свете вышеуказанных особенностей оценка доходности ФПИ требует отдельного, более углубленного подхода. В настоящее время в отрасли сложились и получили распространение три подхода к оценке доходности: денежные мультипликаторы, внутренняя норма доходности и рыночный эквивалент. Подходы имеют свои достоинства и недостатки, которые будут описаны ниже.

Эмпирический анализ доходности ФПИ также имеет ряд важных особенностей, связанных с недостатком публичных данных и неоднородной структурой источников данных. Поэтому, несмотря на общность теоретических подходов, результаты многих эмпирических исследований противоречат друг другу. В статье будут рассмотрены разные точки зрения на доходность ФПИ как финансового актива.

Кроме того, важным аспектом, с точки зрения финансового инвестора, выступают детерминанты доходности вложений в ФПИ, так как они позволяют определить тактику инвестирования в конкретные фонды. К факторам, которые оказывают существенное влияние на доходность вложений в ФПИ, можно отнести вид фонда по объектам инвестирования (венчурный фонд – VC или фонд выкупа – BO), степень отраслевой специализации фонда, количество портфельных инвестиций, размер и возраст управляющей компании, вид применимого права для структурирования сделок, время, географию инвестирования, а также внешние факторы, связанные с рыночным циклом. В статье будут проанализированы результаты эмпирических исследований, которые выявили значимое влияние отдельных факторов на доходность ФПИ.

Теоретические подходы к оценке доходности ФПИ

Нестабильная природа денежных потоков от вложений в ФПИ вынуждает отказаться от традиционного временного подхода к оценке доходности финансовых активов. Современные методы оценки доходности финансовых инструментов строятся на основе облигаций с нулевым купоном, торгующиеся на эффективном рынке:

$$\text{Доходность} = \frac{\text{Цена продажи}}{\text{Цена приобретения}} - 1. \quad (1)$$

В случае если ценная бумага генерирует текущий доход в виде купонных платежей или дивидендов, расчет доходности усложняется. Вводится предпосылка о том, что все текущие положительные денежные потоки реинвестируются в аналогичный финансовый актив, предлагающийся на рынке по справедливой, то есть рыночной цене. Тем не менее базовый принцип расчета доходности сохраняется и в этом случае: в числителе добавляются поступления, а в знаменателе – вложения.

Для инвестиций в ФПИ в большинстве случаев отсутствует возможность реинвестирования текущих положительных потоков в аналогичный актив, поэтому данная методика расчета требует доработки. В настоящий момент для оценки доходности ФПИ используются три основных подхода: денежные мультипликаторы, внутренняя норма доходности и рыночный эквивалент.

Инвестиционный мультипликатор

Так как доли в ФПИ редко торгуются на вторичном рынке и детали сделок, как правило, не разглашаются, большинство исследователей оценивает эффективность на основе исторических данных о денежных потоках фондов при покупке и продаже активов. Одним из простых и популярных показателей эффективности выступает TVPI (Total value to paid-in capital), также известный как IM (инвестиционный мультипликатор, investment multiple), который рассчитывается как сумма всех поступлений к сумме всех вложений (Diller and Kaserer, 2008; Kaplan and Schoar, 2005; Gompers and Lerner, 1999).

$$TVPI = IM = \frac{\sum Distributions}{\sum Contributions}. \quad (2)$$

Поступления (distributions) формируются из двух частей: дивидендов от владения и суммы от продажи портфельных активов. Вложения (contributions) состоят из средств на покупку активов и вознаграждения за управление.

Точно данный показатель может быть рассчитан только после ликвидации фонда, однако некоторые исследователи используют также промежуточный вариант для еще существующих фондов, который рассчитывается как:

$$IM = DPI + RPI = \frac{\sum Distributions}{\sum Contributions} + \frac{Residual Value}{\sum Contributions}. \quad (3)$$

В данной формулировке первая часть мультипликатора – это уже реализованная стоимость в виде полученных дивидендов или средств от продаж, а вторая – остаточная стоимость активов в портфеле. Данный подход характеризуется меньшей точностью и большей вероятностью манипуляций результатами со стороны управляющего партнера.

Достоинством данного подхода является простота. Показатель TVPI часто используется менеджерами ФПИ для презентации результатов деятельности фонда инвесторам. Однако данный показатель эффективности не учитывает временной фактор и не может обеспечить полную сопоставимость результатов с инвестициями в торгуемые активы. Кроме того, такой расчет не несет в себе информации об альтернативных возможностях инвестирования, что является одним из ключевых факторов при принятии обоснованного инвестиционного решения.

Внутренняя норма доходности

Из-за невозможности TVPI учитывать временной фактор другой подход, который получил признание среди исследователей, основан на расчете IRR (внутренняя норма доходности) и его модификаций (Kaplan and Strömberg, 2003; Nowak, Knigge and Smidt, 2004).

Он также может рассчитываться более точно на основе всех денежных потоков фонда от момента создания до момента ликвидации или менее точно – на основе известных на данный момент денежных потоках и оценке чистых активов фонда.

$$NPV = 0 = \sum_{i=0}^T \frac{CF_i}{(1 + IRR)^i}, \quad (4)$$

$$NPV = 0 = \sum_{i=0}^T \frac{CF_i}{(1 + IRR)^i} + NAV_T. \quad (5)$$

Элис и Стер (Ellis and Steer, 2011) исследовали точность оценок на основе чистых активов и обнаружили, что точность оценок на основе текущих активов достигается только для зрелых фондов, которые были созданы более пяти лет назад.

Достоинством IRR является учет временной структуры денежных потоков, который позволяет сравнивать среднюю годовую доходность с альтернативными возможностями для инвестирования. Недостатком является ограничения в использовании в том случае, если денежные потоки за рассматриваемый период несколько раз меняют знак: тогда уравнение может иметь несколько решений. Кроме того, слабым местом такого подхода является предпосылка о том, что текущие положительные потоки реинвестируются с той же доходностью.

Для того чтобы снять предпосылку о реинвестировании поступающих потоков, исследователи (Phalippou and Zollo, 2005) предложили приводить все отрицательные потоки к начальному периоду, а все положительные – к конечному. Таким образом, для оценки доходности стали использоваться показатели PI (индекс рентабельности) и MIRR (модифицированная внутренняя норма доходности). Идея данных показателей сводится к тому, что все свободные денежные средства инвестора могут быть размещены по ставке r , которая может быть больше или меньше доходности вложений в ФПИ.

$$PI = \frac{\sum_i^N (CF_i^+ \times (1+r)^{N-i})}{\sum_i^N \frac{CF_i^-}{(1+r)^{N-i}}}, \quad (6)$$

$$MIRR = \left(\frac{\sum_i^N (CF_i^+ \times (1+r)^{N-i})}{\sum_i^N \frac{CF_i^-}{(1+r)^{N-i}}} \right)^{\frac{1}{N}} \quad (7)$$

Такой показатель является более приближенным к реальности, однако встает вопрос: какой должна быть ставка r ? Чтобы обеспечить сопоставимость инвестиций в ФПИ, нужна единая ставка рефинансирования, а в реальной жизни она определяется возможностями каждого конкретного инвестора.

Доходность рыночного эквивалента

Еще один подход к оценке доходности ФПИ был предложен Лонгом и Никелсом (Long и Nickels, 1996) и основан на использовании РМЕ (Public Market Equivalent, рыночного эквивалента). Данный подход основан на параллельном измерении доходности ФПИ и рыночного индекса с одинаковым графиком отрицательных и положительных потоков. Так, текущие отрицательные и положительные потоки полностью совпадают, разница определяется только величиной чистых активов. Пример использования рыночного эквивалента приведен в таблице 1.

Таблица 1

Расчет доходности ФПИ и рыночного эквивалента					
Год	CF ФПИ	CF РМЕ	Рыночный индекс	Чистые активы РМЕ	
0	- 100,0	- 100,0	100	100,0	
1	60,0	60,0	115	55,0	
2	- 30,0	- 30,0	108	81,7	
3 (Чистые активы)	160,0	97,5	129	97,5	
IRR	30,7%	11,5%			

Данный подход полезен тем, что позволяет оценить эффективность выбора времени для входа или выхода из активов (Kaplan and Strömberg, 2003). Недостатком подхода является отсутствие корректной информации о возможности реинвестирования средств. Поэтому для комплексного анализа необходимо вводить предпосылки о возможности реинвестирования и использовать показатели MIRR и PI.

Результаты эмпирических исследований доходности ФПИ

Помимо многообразия подходов к оценке доходности, эмпирический анализ эффективности инвестиций в ФПИ сопряжен с множеством проблем. Основной проблемой является отсутствие требований и стандартов раскрытия информации, и это порождает массу ограничений для исследования. Однако непрозрачность и информационная закрытость лежат в основе непубличной природы феномена прямых инвестиций, и усиление требований по раскрытию информации не может рассматриваться как фактор повышения эффективности рынка. Таким образом, основным источником информации для исследователей выступают аналитические агентства, например Thomas Venture Economics, Preqin, Burgiss, которые обобщают сведения, предоставленные управляющими партнерами, ограниченными партнерами и средствами массовой информации. Очевидно, что подобный набор источников, данных несет в себе риск ошибок и манипуляций, к тому же база данных представленная аналитическими агентствами, охватывает менее половины действующих фондов (Kaplan and Stromberg, 2009). Еще одним недостатком является отсутствие в отчетах управляющих компаний единого базиса для расчета денежных потоков и показателей эффективности. Часть

GP включает вознаграждение за управление и участие в прибыли проинвестированных компаний в расчеты денежных потоков, а другая часть – нет. Третьим недостатком выступает то, что данные о стоимости активов не разделяются на фактические данные (денежные средства) и ожидаемые (будущие потоки), что снижает сопоставимость данных в силу возможных манипуляций и различий в учетной политике (Ljungqvist and Richardson, 2003). Внешняя оценка стоимости портфельных компаний возможна только в том случае, если управляющая компания реализует выход из активов через IPO, при структурировании сделки на публичном рынке, при выходе проекта на новый круг финансирования с привлечением сторонних инвесторов или в случае банкротства портфельной компании. Таким образом, согласно выводам Юнгквиста и Ричардсона (Ljungqvist and Richardson, 2003), показатели эффективности, рассчитанные для фондов, которые далеки от ликвидации, неинформативны. К такому же заключению пришли Каминг и Вольц (Cumming and Waltz, 2010), отметив также, что более старые и авторитетные управляющие компании оценивают свои будущие успехи существенно ниже, чем молодые. Четвертой проблемой является сравнительно короткий исторический срок существования рынка прямых инвестиций, по сравнению с традиционными финансовыми инструментами, что ограничивает возможности сравнительного анализа. И, наконец, пятой проблемой является сложность адекватной оценки рисков инвестиций в ФПИ на основе анализа исторической динамики доходности, в силу того что каждый фонд индивидуален и имеет ограниченный срок существования. Однако, учитывая высокие риски инвестиций в непубличные активы в целом, низкую ликвидность, длинный инвестиционный горизонт и высокую минимальную стоимость вложений, требуемая доходность ФПИ априори существенно выше, чем для остальных классов активов.

Исследования, посвященные изучению доходности ФПИ, можно разбить на две группы. К первой группе относятся работы, рассматривающие доходность на уровне самого фонда, где отдельно оценивается доходность портфельных компаний, а затем полученные результаты агрегируются в рамках рассматриваемого фонда. Так, Кохрэн (Cochrane, 2005) оценивал доходность портфельных компаний венчурных фондов США в период с 1987 по 2000 г. и пришел к выводу, что валовая доходность, скорректированная на риск, выше рыночной. Коэффициент в среднем составлял порядка 32%, а в качестве ориентира был использован индекс S&P 500 и NASDAQ. Похожее исследование было проведено Хвонгом (Hwang et al., 2005), где была использована та же выборка за период 1987–2003 гг., но были исключены оценочные данные. Результаты исследования не подтвердили первоначальных результатов: скорректированная на риск доходность была оценена примерно на уровне S&P500. Гро и Готшалд (Gro and Gottschald, 2008) исследовали обособленную выборку, состоящую из 133 портфельных компаний фондов выкупа США с 1984 по 2004 г. Для сопоставления с рынком был построен портфель из компаний S&P500 со схожей структурой капитала. Авторы обнаружили значительное превышение доходности портфельных компаний над рынком.

Ко второй группе относятся исследования, где для расчета доходности используется денежный поток самого фонда без вычета вознаграждения управляющего партнера. Чен (Chen et al., 2002) проанализировал 148 венчурных фондов, ликвидированных с 1969 по 2000 г. Среднегодовая доходность была зафиксирована на уровне 9,99%, максимальный IRR = 74%, минимальный IRR = -72%. Юнгквист и Ричардсон (Ljungqvist and Richardson, 2003) изучили выборку фондов по данным одного из крупнейших инвесторов США. Выборка состояла на 85% из ВО фондов и на 15% из VC фондов. По оценкам авторов, инвестиции в ФПИ опередили индекс S&P500 на 6–8%, а индекс NASDAQ – на 4–6%, однако исследователи допускают, что результат может быть следствием завышенных реальных результатов.

Джонс и Родс-Кроф (Jones and Rhodes-Kropf, 2003) оценивали доходность на выборке из 1245 фондов США, из которых 70% были фондами выкупа в период с 1980 по 1999 г. Ученые не обнаружили превышения доходности ФПИ над рынком, хотя коэффициент альфа в среднем был несколько выше нуля. Кэплэн и Шоар (Kaplan and Schoar, 2005) использовали схожую выборку (746 фондов из США, VC/ВО = 78%/22%) в период с 1980 по 2001 г. и зафиксировали доходность несколько ниже S&P500. Взяв ту же выборку, что и Кэплэн и Шоар (Kaplan and Schoar, 2005), Фалиппоу и Готшалд (Phalippou and Gotschalg, 2009) исключили из нее «живых мертвецов», а также ре-

ультаты, рассчитанные на основе ожидаемых потоков. Из результатов исследования следует, что анализируемая выборка, состоящая из 852 фондов США и Европы, отстает от S&P500 на 3%. В своей работе Дриссен (Driessen et al., 2008), изучая VC и ВО фонды США, пришли к выводу, что VC-фонды имеют высокий показатель β и существенно менее доходны, чем рынок, в то время как ВО-фонды имеют β меньше единицы и демонстрируют доходность на уровне рынка.

Тем не менее все без исключения исследователи подчеркивают, что распределение показателей доходности является неоднородным, имеет положительное смещение и значительную разницу между наиболее и наименее успешными фондами (Kaplan and Schoar, 2005; Conroy and Harris, 2007; Phalippou and Gottschalg, 2009). Например, из результатов исследования Готшалда (Gottschalg, 2010) следует, что в целом фонды выкупа проигрывают рынку, однако первые 20% фондов значительно опережают публичные рыночные активы с таким же риском.

Подводя итоги, можно отметить, что в большинстве работ показано, что инвестиции в ФПИ в странах с развитой экономикой демонстрируют доходность ниже рыночной, с учетом и без учета риска. Однако данный результат нельзя считать надежным в силу неоднородности и смещенности распределения. Другими словами, управляющие компании сильно различаются по возможностям генерировать сверхдоходность, и основная задача для инвестора – определить критерии выбора оптимального управляющего партнера.

Факторы, влияющие на доходность ФПИ

Исследователи, изучавшие работу ФПИ, обнаружили значительное число факторов, влияющих на эффективность инвестиций в ВПИ: от глобальных макроэкономических изменений до конкретных различий в портфельных компаниях. Множество факторов можно разделить на три группы: различия в инвестиционных стратегиях фондов, различия в характеристиках фондов и управляющих компаний и внешние факторы.

Различия в инвестиционных стратегиях фондов

Как уже было упомянуто, эффективность ФПИ значительно связана с разновидностью фонда (ВО или VC). Несмотря на большую неоднородность результатов среди различных управляющих компаний и регионов инвестирования, общей тенденцией является опережение показателей доходности фондов выкупа (ВО) над венчурными фондами (VC) (Ljungqvist and Richardson, 2003; Driessen et al., 2008; Phalippou and Gottschalg, 2009). Тем не менее нередко наиболее успешные венчурные фонды показывали лучшие результаты, чем наиболее успешные фонды выкупа (Schmidt, 2006). Также стоит отметить, что распределение доходности среди ВО фондов имеет более однородную структуру и, соответственно, меньшие риски. Более детальное изучение стратегии венчурных фондов выявило, что существенным фактором также является жизненная фаза портфельной компании. Так, Дас и прочие (Das et al., 2003) доказали, что чем больше доля посевных инвестиций и стартапов в портфеле, тем ниже доходность венчурного фонда.

Еще одним существенным различием в стратегии инвестирования является география инвестирования. Например, большинство исследователей утверждает, что фонды США более доходны, чем европейские (Hedge et al., 2008; Phalippou and Gottschalg, 2009; Megginson, 2004; EVCA, 2007). Кроме того, было отмечено, что фонды, инвестирующие в конкретный регион, менее эффективны, чем фонды, размещающие капитал в несколько регионов (Manigart, et al., 1994).

Другой отличительной чертой фонда является степень специализации фонда на одной или нескольких отраслях. Gompers et al. (2009) исследовали выборку из 122 венчурных фондов, и пришли к выводу, что диверсифицированные фонды имеют большую доходность, чем узкоспециализированные. Кресси (Cressy, 2007) получил подобные результаты для ФПИ Великобритании. Однако Дейс с соавторами (Das et al., 2007) показали, что вероятность успешного выхода из активов значительно различается между отраслями, поэтому, однозначно утверждать, что диверсификация увеличивает эффективность нельзя. Таким образом, в данном вопросе ключевым фактором является не столько диверсификация, сколько способность управляющего партнера определить «правильную» отрасль для инвестиций.

Следующая характеристика стратегии, определяющая степень диверсификации портфеля – это количество компаний в портфеле. Шмидт (Schmidt, 2006) показал, что при увеличении количества объектов инвестирования до 15, диверсифицируемый риск ликвидируется на 80%, а полная диверсификация достигается при формировании портфеля из 20–28 компаний. Джаскелайнен (Jaaskelainen, 2006) пришел к выводу, что зависимость доходности венчурных фондов от количества компаний в портфеле имеют форму выпуклой вверх параболы, с оптимумом в точке, где в портфеле 12 компаний.

Последний фактор, который можно отнести к различиям в стратегии инвестирования, – это механизм управления и контроля портфельных компаний. Каплан с соавторами (Kaplan et al., 2003) проанализировали типы договорных отношений между менеджерами венчурных фондов и портфельными компаниями в США и Европе, и выяснили, что управляющие, использующие контрактные механизмы США, терпели неудачу намного реже. Хиг с соавторами (Hege et al., 2008) обнаружили, что более интенсивный контроль деятельности портфельных компаний, выраженный в укороченных интервалах между этапами финансирования, повышает количество успешных выходов. Никоскелайнен и Райч (Nikoskelainen and Wright, 2007) пришли к выводу, что эффективность инвестиций зависит от навыков корпоративного управления менеджеров управляющей компании.

Различия в характеристиках фондов и управляющих компаний

Одной из наиболее значимых характеристик фондов и управляющих компаний является размер (объем активов в управлении). Размер определяет сразу несколько факторов, таких как возможность использования эффекта масштаба, гибкость бюджетной политики и использование репутации (Gompers and Lerner, 1999b). Например, Лейн и Торстила (Laine and Torstila, 2004) обнаружили, что для венчурных фондов вероятность успешного выхода из активов возрастает с увеличением размера фонда. Исследования фондов выкупа приводят к таким же выводам: крупные фонды показывают большие показатели эффективности и большую отдачу инвесторам (Nikoskelainen and Wright, 2007). Исследование Фалиппоу и Голдшалд (Phalippou and Gottschalg, 2009) указывает на то, что наиболее значимым фактором в отставании эффективности фондов от рынка является маленький размер. Аналогичным образом Метрик и Ясуда (Metrick and Yasuda, 2010) доказывают, что одной из причин большей эффективности фондов выкупа по сравнению с венчурными фондами является больший масштаб их деятельности, что означает большую прибыль в расчете на одного специалиста. Тем не менее ряд работ указывают на то, что слишком большие фонды не являются наиболее эффективными. Так, например, Фразер-Сампсон (Fraser-Sampson, 2007) пришел к выводу, что с увеличением размера фонда после определенного момента эффективность начинает снижаться. Каплан и Шоар (Kaplan and Schoar, 2005) обнаружили, что эффективность управляющей компании в целом снижается, если размер ее фондов растет слишком быстро. Снижение доходности для крупных фондов может быть связано с тем, что количество крупных сделок с большой доходностью ограничено (Gompers and Lerner, 1999b). Еще одним недостатком крупных фондов является риск оппортунизма со стороны управляющего партнера. Например, механизм выплаты вознаграждения за управление зависит от размера фонда, что дает менеджеру стимул необоснованно увеличивать фонд (Chen et al., 2004).

Другим не менее значимым фактором, определяющим доходность ФПИ, большинство ученых назвало опыт и квалификацию управляющего партнера. В большинстве исследований в качестве прокси для опыта компании служит ее возраст. Данная характеристика может определять несколько направлений работы фонда: умение искать портфельные компании с наибольшим потенциалом роста, навыки управления и сопровождения активов и умение заключать наиболее выгодные сделки (Kaplan and Schoar, 2005). Например, Фалиппоу и Голдшалд (Phalippou and Gottschalg, 2009) в своем исследовании обнаружили, что более опытные и квалифицированные компании демонстрируют лучшие результаты. Также Диллер и Касерер (Diller and Kaserer, 2008) показали, что доходность положительно коррелирует с навыками управляющего. Хедж с соавторами (Hedge et al., 2008) пришли к выводу, что более высокие показатели доходности фондов США по сравнению с Европейскими объясняются большим опытом управляющих из США. Аналогичным образом, Хочберг с соавторами (Hochberg et al., 2007) определили, что возраст управляющих компаний

непосредственно влияют на увеличение стоимости портфельных компаний. Вальск и Зачаракис (Walske and Zacharakis, 2009) дали обоснование тому, что венчурные фонды, возглавляемые менеджерами с опытом управления компаниями или большим инвестиционным стажем, более склонны к открытию последующих фондов.

Еще одним фактором доходности фонда является порядковый номер фонда среди уже созданных данной управляющей компанией. Этот фактор является отражением феномена постоянства, который предполагает, что управляющая компания, единожды обыгравшая рынок, имеет больше шансов повторить успех. Согласно исследованиям, проведенным Каплан и Шоар (Kaplan and Schoar, 2005) и Диллер и Касерер (Diller and Kaserer, 2008), данный эффект больше свойственен венчурным фондам, нежели фондам выкупа. Таким образом, фонд номер 1, он же первый фонд у вновь открывшейся управляющей компании, как правило, показывает наименьшую доходность среди прочих (Hochberg et al., 2007; Phalippou and Gottschalg, 2009).

Внешние факторы

Внешние макроэкономические и иные факторы также оказывают влияние на доходность ФПИ. Основное заключение, сделанное исследователями при изучении внешних факторов – количество входов и выходов на рынок прямых инвестиций циклично. Другими словами, если фонд был открыт на пике, то вероятность открытия следующего фонда в ближайшее время ниже, чем для любой другой фазы развития рынка. Это также означает, что фонды, открытые в верхней точке цикла, имеют, как правило, наименьшую эффективность (Kaplan and Schoar, 2005; Diller and Kaserer, 2008).

Одной из причин перегрева рынка прямых инвестиций выступает перенасыщение инвестированным капиталом. Гомперс и Лернер (Gompers and Lerner, 2000) показали, что стоимость портфельных компаний положительно зависит от дополнительного капитала, привлеченного рынком в прошлом году. Это объясняется ограниченным количеством компаний, представляющих интерес для ФПИ, и подтверждается множеством исследований (Ljungqvist and Richardson, 2003; Hochberg et al., 2007; Diller and Kaserer, 2008). Каплан и Шоар (Kaplan and Schoar, 2005) отметили, что зрелые управляющие компании менее чувствительны к рыночным колебаниям, чем молодые. Гомперс с соавторами (Gompers et al., 2008) обнаружили, что различия в показателях доходности между наиболее и наименее успешными фондами возрастают во рыночных кризисов.

Заключение

Методы оценки доходности вложений ФПИ отличаются от тех, что применяются для традиционных финансовых активов (акций и облигаций). Для ФПИ невозможно использовать текущую или историческую доходность, так как инвестиции в ФПИ характеризуются нестабильными и сложно прогнозируемыми денежными потоками. Использование внутренней нормы доходности не является корректным, так как положительные потоки невозможно реинвестировать в аналогичный актив по справедливой стоимости. Исследователи предлагают альтернативные подходы для решения данных проблем – использование модифицированной внутренней нормы доходности и индекса рентабельности, а также рыночного эквивалента. Однако остается нерешенной проблема выбора единой ставки рефинансирования для расчета показателей.

Эмпирические исследования доходности ФПИ дают противоречивые результаты. Ряд работ утверждает, что вложения в ФПИ в среднем опережают рыночный индекс, результаты других исследований говорят об обратном. Тем не менее все без исключения исследователи подчеркивают, что распределение показателей доходности является неоднородным, имеет положительное смещение и значительную разницу между наиболее и наименее успешными фондами. Иными словами, в отрасли всегда есть несколько фондов, которые значительно опережают рынок.

Среди детерминантов, которые значимо влияют на доходность ФПИ можно выделить три группы факторов: различия в инвестиционных стратегиях фондов, различия в характеристиках фондов и управляющих компаний, а также внешние факторы. К различиям в инвестиционных фондах можно отнести: разнородностью фонда по объектам инвестирования (фонды выкупа и венчурные

фонды), географию инвестирования, степень отраслевой специализации и количество компаний в портфеле, различия в механизмах контроля и управления портфельными компаниями. К различиям в характеристиках фондов и управляющих компаний относятся: размер фонда, опыт и квалификация управляющего партнера, порядковый номер фонда среди уже созданных управляющей компанией. Под внешними факторами понимают прокси для оценки фазы рыночного цикла.

Список литературы

1. Chen, P., Baierl, G., and Kaplan, P. (2002), Venture capital and its role in strategic asset allocation, *Journal of Portfolio Management*, 28(2) (2002) 83–90.
2. Diller, C., & Kaserer, Ch. (2004), European private equity funds: A cash flow based performance analysis, CEFS Working Paper Series 2004-01, Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), Technische Universität München.
3. Meggison, W. L., Nash, R.C., Netter, J.M., and Poulsen, A.B. (2004), The Choice of Private Versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations, *The Journal of Finance* 6(59) (2004) 2835–2870.
4. Cumming, D., and Walz, U. (2010), Private equity returns and disclosure around the world, *Journal of International Business Studies*, 41(4) (2010) 727–755.
5. Driessen, J., Lin, T.-C., and Phalippou, L. (2008), A new method to estimate risk and return of non-traded assets from cash flows: The case of private equity funds, NBER Working Paper Series.
6. Manigart, S., Joos, P., and De Vos, D. (1994), The performance of publicly traded European venture capital companies, *Journal of Small Business Finance*, 3(2) (1994) 111–125.
7. Gompers, P., Kovner, A., and Lerner, J. (2009), Specialization and success: Evidence from venture capital. *Journal of Economics and Management Strategy*, 18(3) (2009) 817–844.
8. Gompers, P., and Lerner, J. (1999), Capital Market Imperfections in Venture Markets: A Report to the Advanced Technology Program. Washington: Advanced Technology Program, U.S. Department of Commerce.
9. Gottschalg, O. (2010), The real reasons to invest in private equity. HEC Paris. Working Paper.
10. Groh, A.P., and Gottschalg, O. (2008), Measuring the risk-adjusted performance of US buyouts. NBER Working Paper No. W14148.
11. Cressy, R., Munari, F., & Malipiero, A. (2007), Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage, *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, 13(4) (2007) 647–669.
12. Conroy, R.M., and Harris, R.S. (2007), How Good Are Private Equity Returns?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (2007) 96–108.
13. Jones, C., and Rhodes-Kropf, M. (2003), The price of diversifiable risk in venture capital and private equity. AFA 2003 Washington, DC Meetings. Working Paper.
14. Kaplan, S.N., Martel, F., and Strömberg, P. (2003), How do legal differences and learning affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation*, 16(3) (2003) 273–311.
15. Kaplan, S.N., and Schoar, A. (2005), Private equity performance: Returns, persistence and capital flows, *Journal of Finance*, 60(4) (2005) 1791–1823.
16. Kaplan, S.N., and Strömberg, P. (2009), Leveraged buyouts and private equity, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1) (2009) 121–146.
17. Ljungqvist, A., and Richardson, M. (2003), The cash flow, return and risk characteristics of private equity. NYU Working Paper No. FIN-03-001.
18. Metrick, A., and Yasuda, A. (2010), The economics of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 23(6) (2010) 2303–2341.
19. Laine, M., Torstila, S. (2005), The Exit Rates of Liquidated Venture Capital Funds, *Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures*

20. Nikoskelainen, E., and Wright, M. (2007), The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance*, 13(4) (2007) 511–537.
21. Schmidt, D. (2006), Private equity versus stocks: Do the alternative asset’s risk and return characteristics add value to the portfolio? *Journal of Alternative Investments*, 9(1) (2006) 28–47.
22. Schmidt, D., Nowak, E., and Knigge, A.(2004), On the Performance of Private Equity Investments: Does Market Timing Matter? Working Paper
23. Ellis, C., and Steer, J. (2011), Are UK venture capital and private equity valuations over-optimistic?,BVCA Research Report, April.
24. Phalippou, L., and Gottschalg, O. (2009), The performance of private equity funds, *Review of Financial Studies*, 22(4) (2009) 1747–1776.
25. Phalippou, L., and Zollo, M. (2005), What Drives Private Equity Fund Performance?, SSRN working paper.
26. Long, A., and Nickels, C. (1996), A private investment benchmark, mimeo; paper presented to AIMR Conference on Venture Capital Investing, February.
27. Cochrane, J.H. (2005), *Financial Markets and the Real Economy*, Foundations and Trends(R) in Finance, now publishers, 1(1) (2005) 1–101, July.
28. Hwang, M., Quigley, J., and Woodward, S. (2005), An Index for Venture Capital, 1987–2003, *Contributions to Economic Analysis & Policy*, 4 (2005) 1–43.
29. Jääskeläinen, J. (2011), Operational performance of Nordic private equity backed buyouts in the recession of 2007–2009. Aalto University School of Economics, Department of Finance. Master’s thesis in Finance.
30. Hege, U., Schwienbacher, A., Palomino, F. (2009), Venture Capital Performance: The Disparity between Europe and the United States, *Revue Finance*, 30 (1) (2009) 7–50.