

В процессе формирования инвестиционного портфеля индивидуальный инвестор имеет широкий набор возможностей для вложения собственных средств. В то же время, с точки зрения вложения средств в акционерный капитал компаний для рядового инвестора доступны инвестиции только в акции публичных компаний на рынке. Возможность инвестирования в капитал частных компаний в основном может быть доступна только опосредованно - через приобретение долей в фондах прямых инвестиций.

Инвестиции в акции частных компаний, тем не менее, могут быть более прибыльными, чем инвестиции в акции публичных компаний. Показательным примером в этом смысле является тот факт, что фонды прямых инвестиций, вкладывающие средства в частный сектор, часто рассматривают проекты с внутренней нормой доходности не менее 30% в год. При этом средняя годовая доходность индекса S&P500 составила около 5.8% с 2003 по 2013 гг.

Вложение средств в фонды прямых инвестиций имеет несколько существенных недостатков для рядового инвестора, которые включают в себя наличие минимального порога для таких инвестиций, комиссию за услуги управляющей компании, низкую ликвидность вложений – обычно они осуществляются на период не менее 3-5 лет, сложность расчета доходности вложений.

В данной статье анализируется возможность создания альтернативного инструмента для инвестирования в акции частных компаний, который поможет инвесторам преодолеть трудности, связанные с вложениями в фонды прямых инвестиций. Данным инструментом может выступить вывод на фондовую биржу холдинга, владеющего миноритарными пакетами акций большого количества частных компаний. При формировании холдинга данные пакеты акций будут вноситься акционерами таких компаний в качестве вклада в уставный капитал холдинга, то есть мажоритарные акционеры частных компаний станут миноритарными акционерами холдинга.

Создание такого холдинга можно сравнить с появлением публично торгуемого индекса частных компаний, который возможно позволит инвесторам выйти за пределы существующей линии капитала (capital market line).

JEL: G11, G24, G34

Ключевые слова: инвестиции, частные компании, публичные компании, фонды прямых инвестиций, фондовые индексы, бизнес-модель

Введение

В процессе формирования инвестиционного портфеля индивидуальный инвестор имеет широкий набор возможностей для вложения собственных средств. В то же время, если посмотреть на возможные варианты с точки зрения вложения средств в акционерный капитал компаний, то для рядового инвестора будут доступны инвестиции только в акции публичных компаний на рынке. Возможность инвестирования в капитал частных компаний в основном может быть доступна только опосредованно – через приобретение долей в фондах прямых инвестиций.

Инвестиции в акции частных компаний, тем не менее, могут быть более прибыльными, чем инвестиции в акции публичных компаний. Многие частные компании намного меньше по размеру, чем публичные, и имеют больше возможностей для роста. Тем самым, вкладывая средства в акции частных компаний, инвестор может достичь более высокого показателя внутренней нормы доходности инвестиций. Показательным примером в этом смысле является тот факт, что фонды прямых инвестиций, вкладывающие средства в частный сектор, часто

1. Канд. эконом. наук, преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ, директор в инвестиционной компании NHCapital.

рассматривают проекты с внутренней нормой доходности не менее 30% в год¹. При этом средняя годовая доходность индекса S&P500 составила около 5,8% за прошедшие 10 лет.²

Вложение средств в фонды прямых инвестиций имеет несколько существенных недостатков для рядового инвестора. Во-первых, минимальный порог для таких инвестиций довольно высок и превышает, как правило, 1 млн долл. США; при этом даже в тех фондах, где порог стал ниже, существует требование к тому, чтобы благосостояние инвестора было не ниже 1 млн долл. США³. Во-вторых, за свои услуги управляющие компании фондов берут комиссию с полученной фондом прибыли, уменьшая тем самым прибыль инвесторов (Toporowski, 2012). В-третьих, вложения в фонды неликвидны – обычно они осуществляются на период около 3–5 лет (Кокорев, 2009), а иногда и более 10 лет (Kaserer, Stucke 2013), при этом в течение этого времени инвестор не имеет возможности продать свою долю в фонде на открытом рынке. В-четвертых, фактическая доходность фондов прямых инвестиций может быть рассчитана только в момент выхода из инвестиции, тогда как в процессе деятельности фонда принцип расчета его доходности сильно зависит от управляющей компании и может приводить как к ее недооценке, так и к переоценке.

В данной статье анализируется возможность создания альтернативного инструмента для инвестирования в акции частного сектора. Таким инструментом может выступить вывод на фондовую биржу холдинговой организации, владеющей миноритарными пакетами акций большого количества частных компаний. При этом данные пакеты акций будут вноситься акционерами таких компаний в качестве вклада в уставный капитал холдинга. Таким образом, акционерами холдинга будут сами акционеры частных компаний. Как показано далее, создание такого холдинга поможет инвесторам преодолеть все указанные выше трудности, связанные с вложениями в фонды прямых инвестиций.

Обзор научной литературы

Насколько известно автору, на публичном рынке не существует холдинговых компаний, созданных по предлагаемому в статье принципу. Поэтому наиболее близкие по тематике научные исследования могут быть связаны либо с фондами прямых инвестиций, либо с инвестициями в акции частных компаний, либо с оценкой стоимости миноритарных пакетов акций. Остановимся вкратце на каждом из данных направлений.

Фонды прямых инвестиций

Что касается фондов прямых инвестиций, то предметом их рассмотрения в научной литературе являются следующие аспекты их деятельности:

1. Оценка риска и доходности вложений в фонды. Данная задача сильно осложняется тем, что в основном фонды прямых инвестиций вкладывают средства в капитал частных компаний, акции которых не имеют рыночных котировок. В результате задача оценки текущей стоимости активов, которыми владеют фонды прямых инвестиций, становится очень затруднительной для инвесторов данных фондов (Lesner, Gompers, 1997; Kaserer, Stucke, 2013).

Частично, доходность фондов можно рассчитать на примерах тех инвестиционных проектов, из которых фонды успешно вышли, продав свою долю. В работе Камминга и Вальца (Cumming, Walz, 2010) делается вывод о том, что фонды в большинстве случаев переоценивают доходность по текущим инвестициям. При этом больший размер переоценки характерен для более молодых фондов, которые рассчитывают таким образом приятно удивить инвесторов и убедить их инвестировать в данный фонд при следующем раунде привлечения финансирования. К схожим выводам о возможном завышении доходности по текущим инвестициям приходят в своей работе и другие исследователи (Пархоменко, 2008; Brown, Gredil, Kaplan, 2013).

1. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/invfables/privateequity.htm#_ftn1.

2. По данным информационной системы Google Finance по индексу S&P500 с 25.04.2003 по 25.04.2013.

3. <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324096404578356700271878018.html>.

Различные ассоциации, включая British Venture Capital Association (BVCP)¹ и The IPEV Association², делают попытки ввести стандарты оценки частных компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций. Однако вместо четких правил данные стандарты оценки скорее провозглашают принципы оценки, такие как разумность, адекватность, справедливость и т.д. Поэтому, несмотря на то что членами ассоциации BVCP являются более 200 компаний и фондов, субъективность в их оценках собственных активов, тем не менее, остается весомой.

Некоторые исследователи также подвергают сомнению принятые методы оценки доходности фондов. Так, в работе Фалипу (Phalippou, 2008) приводятся доводы против использования показателя внутренней нормы доходности (IRR) и анализируется возможность внедрения показателя модифицированного IRR (MIRR).

2. Поиск индекса, с которым можно было бы сравнить доходность отдельных фондов. Сравнить доходность фондов напрямую с индексом публичного рынка акций не совсем корректно, так как риск и доходность фондов должны быть выше риска и доходности публичного рынка. Поэтому многие инвесторы вкладывают средства в фонды прямых инвестиций для целей диверсификации риска. Некоторые авторы (Lesner, Gompers, 2001) объясняют данный феномен тем, что многие фонды придерживаются консервативной стратегии и отражают активы на своих балансах по первоначальной стоимости до момента их продажи. В результате доходность фондов действительно перестает коррелировать с доходностью публичного рынка, которая рассчитывается ежедневно. Однако если предположить, что стоимость активов фондов также переоценивалась бы на регулярной основе, то корреляция была бы намного выше.

В научной литературе описано несколько способов создания индексов для оценки доходности, которую приносят активы фондов прямых инвестиций. Так, ряд инвесторов ориентируются на индекс «Venture capital 100», который публикует каждый месяц журнал *Venture Capital Journal*³. В данный индекс входят акции компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций, которые недавно стали публичными: считается что данные компании являются той выборкой, по которой можно оценить динамику стоимости и частных компаний.

Похожий подход применяла и компания Merrill Lynch, которая составляла свой индекс частных компаний (private equity) на основании цен наименее ликвидных акций публичных компаний с наименьшей капитализацией (Galante, 1993). При этом основным недостатком данных индексов является то, что набор входящих в них компаний может не быть репрезентативным отражением активов фондов прямых инвестиций. Кроме того, акции компаний, входящих в такие индексы, обладают низкой ликвидностью.

Другим подходом пользуется компания Venture Economics, составляющая свой индекс доходности фондов прямых инвестиций на основе информации, которую публикуют сами фонды (Sills, 2002). Следует отметить, однако, что усреднение доходности по всем фондам может вводить в заблуждение. Доходности разных фондов могут быть несравнимы между собой вследствие таких факторов, как период создания фонда (стабильный или кризисный период), текущий цикл инвестирования (начало цикла или конец), субъективность в оценке стоимости активов со стороны управляющей компании фонда.

Информация о доходности фондов прямых инвестиций стала более доступной после принятия в 2003 году в США закона о свободе информации (Freedom on Information Act, FOIA) (Kaserer, Stucke, 2013). Данный закон вводит обязанность для институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, раскрывать информацию о доходности их вложений в фонды прямых инвестиций. При этом появились информационные базы данных, как, например, базы Preqin⁴ или Pitchbook⁵, которые аккумулируют информацию по данным, раскрываемым в рамках FOIA.

1. <http://www.bvca.co.uk>.

2. <http://www.privateequityvaluation.com/ipev-association/mission/index.html>.

3. <http://privatemarkets.thomsonreuters.com/Venture-capital-journal>.

4. <https://www.preqin.com>.

5. <http://pitchbook.com>.

3. Сравнение доходности фондов и других активов на рынке. Здесь существует несколько потенциальных сложностей. Во-первых, даже если все фонды будут прислушиваться к стандартам оценки ассоциации BVCA и оценивать свои активы консервативно, доходность отдельных фондов можно будет сравнить между собой, однако сравнение общей доходности фондов с доходностью других классов активов будет приводить к недооценке доходности фондов. Во-вторых, сложность при сравнении доходности фондов с другими классами активов возникает из-за того, что данные о доходности фондов появляются через определенный интервал времени, а не сразу, как в случае с публичными рынками.

Некоторым авторам удается получить детальные данные по денежным потокам фондов, чтобы на их основе провести сравнение доходности фондов и акций публичных компаний. Так, в работе Шмидта ([Schmidt, 2003](#)) проводится анализ 642 законченных инвестиционных проектов фондов в США за период с 1970 по 2022 год. Данные инвестиции включают в себя не только успешные случаи, но и такие, когда приобретенные компании остались частными или когда инвестиции были списаны из-за убытков. При этом информация для исследования собиралась на анонимной основе, поэтому у автора нет представления о том, какие конкретно компании он анализирует. Автор делает вывод о том, что за указанный период доходность фондов ($IRR = 36,49\%$) была выше, чем доходность акций сравнимых публичных компаний ($IRR = 11,59\%$). Однако, по мнению автора, данное превышение является следствием влияния небольшого количества суперуспешных инвестиций фондов, из которых фонды вышли после 1990 года, когда рынок акций был на подъеме. Поэтому делать выводы о том, что в большинстве случаев доходность фондов превышает доходность рынка, он не решает.

Часть исследователей отдельно анализируют доходность венчурных фондов прямых инвестиций. Среди них можно выделить работы ([Ljungqvist and Richardson, 2003](#); [Cochrane, 2004](#)), в которых анализируется большое количество других исследований по данной тематике. Результаты исследований сильно отличаются друг от друга и показывают как то, что доходности фондов не сильно отличаются от доходности индекса, так и то, что доходность фондов намного превышает доходность публичного индекса.

Важным аспектом при обсуждении доходности фондов прямых инвестиций является тот факт, что рядовой инвестор не может получить иную возможность инвестировать в акции частных компаний кроме как через инвестиции в фонды. При этом при расчете доходности от данных инвестиций следует учитывать выплаты менеджменту фонда за управление портфелем активов ([Phalippou and Gottschalg 2009](#)). Таким образом, если доходность фонда сопоставима с доходностью рыночного индекса, то для инвестора вложения в фонд принесут более низкую доходность, чем вложения в рыночный индекс из-за потерь, связанных с оплатой услуг менеджмента фонда.

4. Оценка доли вложения в фонды в общем инвестиционном портфеле. Вопросы выявления корреляции между доходностями частных и публичных компаний, а также методики расчета доходности и риска вложения в фонды прямых инвестиций являются насущными для определения оптимального инвестиционного портфеля, который включает в себя инвестиции в фонды ([Sarin, Das, Jagannathan, 2002](#)).

Так, в работе ([McFall, Ghaleb-Harter, 2001](#)) рассчитывается, что оптимальная доля инвестиций в фонды в портфеле должна быть между 19 и 51%. В другой работе ([Schmidt, 2003](#)) различные сценарии предполагают долю фондов от 3 до 65%. Еще один взгляд на данный вопрос представлен в работе ([Chen, Baierl, Kaplan, 2002](#)), где авторы анализировали возможность вложения в венчурные фонды прямых инвестиций и пришли к выводу о том, что их доля в портфеле должна быть не более 2–9%.

В результате, несмотря на то что вложения в фонды прямых инвестиций начинают играть все более весомую роль в инвестиционных портфелях, среди исследователей нет единого мнения относительно оптимального размера доли, которую они должны занимать. Одна из причин отсутствия консенсуса по данному вопросу заключается в отсутствии четкого понимания доходности и риска вложения в фонды.

Как справедливо отмечают некоторые авторы, поскольку не существует рыночных цен для частных активов, достичь объективности при сравнении доходности частных и публичных компаний очень затруднительно (Reyes, 1990). Действительно, в научной литературе в целом уделяется мало внимания частному сектору, поскольку статистические данные по частным компаниям намного сложнее анализировать по сравнению с котировками акций публичных компаний. Более того, сами собственники частных компаний часто не представляют себе доходность собственного бизнеса, так как при оценке его успешности ориентируются на «бухгалтерский» подход, а не стоимостной, учитывающий минимальные требования к доходности (Долматова, 2010).

Однако такие исследования все же существуют. Так, в работе Московиц и Виссинг-Йоргенсен (Moskowitz, Vissing-Jorgensen, 2002) авторы вводят понятие индекса частных компаний и сравнивают его с индексом публичных компаний. В результате анализа авторы приходят к выводу о том, что доходность вложения в акции частной компании для ее владельцев в среднем не превышает доходности вложения в диверсифицированный рыночный портфель, при том что вложения в частные компании намного более рискованны. В качестве источника информации о доходах частного сектора авторы берут статистику по доходам физических лиц в США, в которой указаны их доли владения частным бизнесом, а также оценки его стоимости и ежегодных доходов. Авторы понимают, что такой источник информации имеет много недостатков и может приводить к неверной оценке, но более надежные источники, к сожалению, по мнению авторов, отсутствуют.

Вложения в частные компании должны быть теоретически более рискованными, чем вложения в публичные. По данным некоторых исследований, стандартное отклонение доходности самых небольших публичных компаний составляет около 30–40% (Moskowitz, Vissing-Jorgensen, 2002), при этом размер частных компаний обычно еще меньше, а значит, волатильность их доходов должна быть еще больше. В то же время акции компаний с малой капитализацией могут обеспечивать более высокую доходность по сравнению с акциями более крупных компаний (Эванс, Бишоп, 2007).

Оценке риска вложения в частные компании и дополнительной премии, которую должны требовать предприниматели от частного бизнеса, посвящена работа Хитона и Лукаса (Heaton, Lucas, 2001). По данным авторов, 66% частных компаний банкротятся в течение первых 10 лет существования, поэтому премию за риск необходимо учитывать при оценке стоимости акций частных компаний. В работе делается вывод о том, что такая премия должна составлять как минимум 10%. При этом большинство предпринимателей вкладывают большую часть своих средств в один бизнес, тем самым дополнительно повышая свой риск.

В работе Кёплина, Сарина и Шапиро (Koeplin, Sarin, Shapiro, 2000) показатель дисконта, с которым должна оцениваться частная компания, рассчитывается на основании сравнения мультипликаторов в сделках с частными и публичными компаниями в схожих секторах. Авторы делают вывод, что при использовании мультипликаторов EV/EBIT и EV/EBITDA показатели дисконта в сделках с частными компаниями составляют примерно от 18 до 30%. Дисконт при приобретении акций частных компаний может являться одной из причин того, что доходность, которую получают покупатели частных компаний в сделках слияний и приобретений, в среднем превышает доходность, которую получают покупатели публичных компаний (Чиркова, Чувствина, 2011).

Еще один вопрос, возникающий в процессе оценки стоимости частных компаний, – определение справедливой ставки дисконтирования для применения метода дисконтированных денежных потоков (DCF). Параметр beta, использующийся в модели CAPM, не может быть рассчитан для непубличных компаний, поэтому для его оценки используется обычно показатель beta для публичных аналогов. Однако, как подтверждают исследования (Bowman, Bush, 2007), показатель beta имеет прямую отрицательную зависимость от размера компании. Поэтому использование показателя beta по публичным компаниям, размер которых обычно намного

больше частных компаний, занижает показатель beta для оцениваемых частных компаний. В результате оценка акций частных компаний может оказаться завышенной.

Оценка стоимости миноритарных пакетов акций

Научная литература по данной тематике в основном посвящена обсуждению размера скидки, которую следует применять для оценки стоимости миноритарных пакетов акций (Maher, 1976; Shishido, 1993; Damodaran, 2005; Бобрышев, 2008) и др. В другой части работ миноритарные пакеты рассматриваются с позиции корпорации, в числе акционеров которой присутствуют миноритарные акционеры, долю которых необходимо учитывать при составлении консолидированной отчетности (Clark, 1993).

Подводя итог обзору литературы, отметим следующие основные моменты:

1. Работы, посвященные фондам прямых инвестиций, раскрывают целый набор сложностей, которые возникают у инвесторов при вложении средств в эти фонды.
2. Работы, посвященные частным компаниям, в основном посвящены принципам оценки их стоимости и не сильно акцентируют внимание на недоступности вложений в частные компании со стороны рядовых инвесторов.
3. Работы, посвященные миноритарным пакетам акций, в основном анализируют возможные скидки при оценке таких пакетов, а также обсуждают права миноритарных акционеров, тогда как вопросу создания публичной компании, владеющей только миноритарными пакетами акций, не уделяется внимания.

На основании проведенного обзора литературы можно сделать вывод о том, что идея создания публичной компании, владеющей только миноритарными пакетами акций, обладает научной новизной и может открыть научную дискуссию в данном направлении.

Принцип формирования публичного холдинга частных компаний

На сегодняшний день на фондовых биржах разных стран присутствуют различные типы компаний. Большинство из них – это предприятия, специализирующиеся на ведении того или иного вида бизнеса в одной или нескольких отраслях, включая промышленный сектор, торговлю, банковскую сферу, Интернет, организации сферы услуг и т.д. В то же время встречаются менее распространенные типы публичных компаний:

1. Одним из первых публичных фондов прямых инвестиций стал в 2007 году фонд Blackstone Group¹. Несмотря на это, большинство фондов прямых инвестиций продолжают оставаться частными.
2. Специальные компании для приобретений (Special purpose acquisition companies), привлекающие средства на фондовом рынке для последующего осуществления приобретения частной компании, являются аналогом публичных фондов прямых инвестиций в уменьшенном масштабе².
3. Компания Berkshire Hathaway³, принадлежащая миллиардеру Уоррену Баффету, является наиболее ярким примером публичной холдинговой компании, инвестирующей собственные средства в акции публичных и частных компаний. В отличие от холдинговых компаний, упомянутые выше фонды прямых инвестиций инвестируют не собственные, а привлеченные средства.
4. Публичные кооперативы представляют отдельный тип компаний с точки зрения организационной структуры (Bekkum, Bijman, 2006).

Таким образом, набор типов компаний на фондовой бирже довольно широк, и чтобы понять место предлагаемого в данной работе холдинга среди прочих публичных компаний,

1. http://en.wikipedia.org/wiki/Blackstone_Group#cite_note-WEF-59.

2. <http://www.sec.gov/answers/blankcheck.htm>,

<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/8748626/How-cash-shells-have-become-golden-eggs.html>.

3. www.berkshirehathaway.com.

следует провести более целостную классификацию бизнес-моделей существующих сегодня публичных компаний.

Интересная классификация бизнес-моделей публичных компаний приведена в работе группы исследователей из MIT Sloan School of Management (Malone, et al, 2006). Авторы проанализировали более 1000 публичных компаний в США и разделили их на 16 типов бизнес-моделей по следующим двум критериям:

1. вид продаваемых прав (производитель, дистрибьютор, арендодатель, брокер);
2. вид продаваемых активов (физические, финансовые, интеллектуальные, человеческий капитал).

Подавляющее большинство публичных компаний попадают в данной типологии в следующие группы: производитель или дистрибьютор физических активов, а также арендодатель любого из активов (см. таблицу 1). Все остальные виды бизнес-моделей являются намного более редкими среди существующих публичных компаний.

Таблица 1

Распределение публичных компаний США по типам бизнес-моделей, %

	Финансовые	Физические	Интеллект.	Чел. капитал	Итого
Производитель	0, 1	55, 1	0, 0	-	55, 2
Дистрибьютор	1, 0	11, 4	0, 0	-	12, 4
Арендодатель	8, 1	12, 0	12, 2	22, 5	47, 0
Брокер	1, 2	0, 2	0, 0	0, 1	1, 3
Итого	8, 9	72, 2	12, 2	22, 6	100

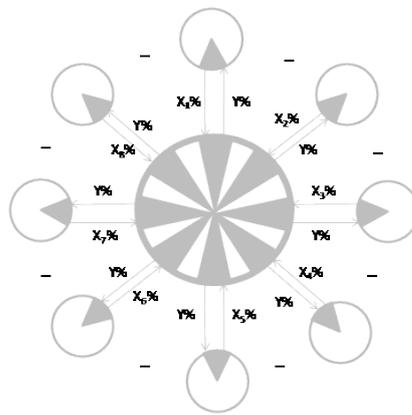
Источник: (Malone, et al, 2006)

Перечисленные выше редкие типы публичных компаний в данной классификации могли бы характеризоваться как дистрибьюторы финансовых активов (фонды прямых инвестиций или компании, схожие по типу с Berkshire Hathaway), а также попасть в какую-либо другую категорию (компании-оболочки или публичные кооперативы), в зависимости от того, к какой отрасли относится область их деятельности.

В данной работе анализируется возможность создания и вывода на фондовую биржу компании нового типа, который в приведенной выше классификации можно было бы также отнести к редкой категории дистрибьютора финансовых активов, основным предметом деятельности которого являются операции с ценными бумагами других компаний.

Принцип формирования данной компании заключается в создании холдинговой организации, владеющей миноритарными пакетами акций большого количества частных компаний. При этом данные пакеты акций будут вноситься акционерами таких компаний в качестве вклада в уставный капитал холдинга. Таким образом, акционерами холдинга будут сами акционеры частных компаний. Назовем данный тип компании холдингом частных компаний. Схематично структура такого холдинга представлена на рисунке 1.

На представленной схеме видно, что каждая из участвующих частных компаний вносит в уставный капитал холдинга индивидуальную долю $X_i\%$ своих акций, получая за это фиксированную долю $Y\%$ в уставном капитале холдинга. Таким образом, главное отличие данного холдинга от фонда прямых инвестиций заключается в том, что фонд приобретает акции компаний за собственные средства, тогда как в данном холдинге приобретения акций не предусмотрено – собственники частных компаний вносят акции в уставный капитал холдинга, становясь его миноритарными акционерами. Поэтому, если размер фонда прямых инвестиций ограничен размером привлеченных им средств, то размер данного холдинга ничем не ограничен, так как к нему может присоединиться любое количество частных компаний.



а) Принцип формирования холдинга предусматривает возможность его создания не единовременно, а постепенно, по мере того как будет расти количество компаний, заинтересованных в участии в нем. Таким образом, изначально холдинг будет состоять из одной компании, владеющей 100% его акций. После присоединения второй компании их доли в холдинге будут составлять по 50% акций. В будущем, когда число присоединившихся компаний достигнет 100 или 1000, доля каждой из них в уставном капитале холдинга будет соответственно составлять 1 или 0,1%.

В целях обеспечения долгосрочной устойчивости конструкции холдинга в его уставе или в заключаемых договорах купли-продажи акций необходимо будет предусмотреть условия, которые исключали бы влияние холдинга на операционную деятельность участвующих в нем частных компаний. В этом также принципиальное отличие данного холдинга от фонда прямых инвестиций. Фонд прямых инвестиций стремится участвовать в управлении компаниями, акции которых он приобретает, и использует для этого различные юридические механизмы (Клячин, 2007). Целью же создания холдинга частных компаний является не управление этими компаниями, а создание публичного индекса частных компаний, который, наоборот, исключал бы любое влияние на их деятельность со стороны холдинга, чтобы получить несмещенную оценку доходности частного сектора.

Важным моментом является то, что все собственники частных компаний будут обладать одинаковыми долями в общем холдинге, стоимостью, например, 5 млн долл. США. Это позволит упростить расчет общей капитализации и финансовых показателей холдинга. В то же время, поскольку размеры всех частных компаний разные, то и вносимые собственниками доли, соответствующие 5 млн долл. США, тоже будут разные.

Определенно должны будут существовать некоторые формальные критерии отбора частных компаний, участвующих в холдинге. Так, например, можно определить условия по минимальному и максимальному размеру выручки, например от 50 до 250 млн долл. США, чтобы ограничить потенциальный пул частных компаний средним рыночным сегментом. Кроме того, определенные условия должны будут также накладываться и на начальную рентабельность, например, по показателю EBITDA, которая не должна быть ниже, скажем, 10%, чтобы исключить низкорентабельные компании, так как они не будут интересны потенциальным инвесторам в холдинг.

Помимо этого также должны быть предусмотрены условия, в соответствии с которыми частные компании не будут иметь возможность выйти из данного холдинга путем обратного обмена акций. Единственный возможный вариант выхода для частных компаний будет заключаться в выкупе своих акций у холдинга по их текущей стоимости.

Вопрос оценки текущей стоимости является одним из ключевых. В целях унификации оценки всех компаний, входящих в холдинг, ко всем из них должен применяться одинаковый мультипликатор в размере, например, 6х EV/EBITDA. Использование единого мультипликатора позволит устранить все вопросы относительно субъективности оценки той или иной компании. Данный размер мультипликатора, конечно, не сможет подойти для оценки наи-

более быстрорастущих компаний. В то же время это исключит из рассмотрения и наиболее рискованные проекты, так как быстрый рост и высокая доходность обычно соответствуют и повышенному риску вложения в такие компании.

После того как количество компаний, присоединившихся к холдингу, превысит 100, а общая капитализация холдинга превзойдет 500 млн долл., можно будет осуществить публичное размещение дополнительной эмиссии акций холдинга на фондовой бирже. Учитывая то, что размер мультипликатора $6x$ EV/EBITDA является достаточно низким для публичных компаний, инвесторы, приобретающие акции в процессе публичного размещения, могут быть уверены в том, что стоимость акций холдинга не будет переоценена, а курс акций будет расти в будущем по мере увеличения интереса со стороны инвесторов к данной компании.

В процессе вывода компании на фондовый рынок и привлечения средств возникает вопрос относительно целей их привлечения и направлений дальнейшего использования. Как было упомянуто выше, данный холдинг не будет вмешиваться в операционную деятельность входящих в него частных компаний, поэтому возможными направлениями использования привлеченных средств является их инвестирование для получения дохода, а также оплаты издержек поддержания функционирования холдинга. При этом с точки зрения портфельной теории наиболее оптимальным может быть инвестирование средств в государственные облигации (безрисковые активы).

В соответствии с портфельной теорией оптимального соотношения риска и доходности можно достичь, находясь на линии рынка капитала (Sharpe, 1970) (capital market line – CML), которая образуется при комбинации диверсифицированного рыночного портфеля акций публичных компаний и безрискового инструмента (см. график 1). Холдинг частных компаний представляет собой, по сути, диверсифицированный рыночный портфель акций частных компаний. Инвестируя свободные средства в государственные облигации (безрисковые активы), холдинг создает для инвесторов альтернативную линию рынка капитала (CML-A). Положение новой линии CML-A относительно существующей линии CML будет зависеть от соотношения риска и доходности акций холдинга, возможность определить которые появится только после вывода холдинга на фондовую биржу и наблюдения за динамикой курса его акций. На графике 1 представлены два возможных положения новой линии CML-A – ниже и выше существующей линии CML.

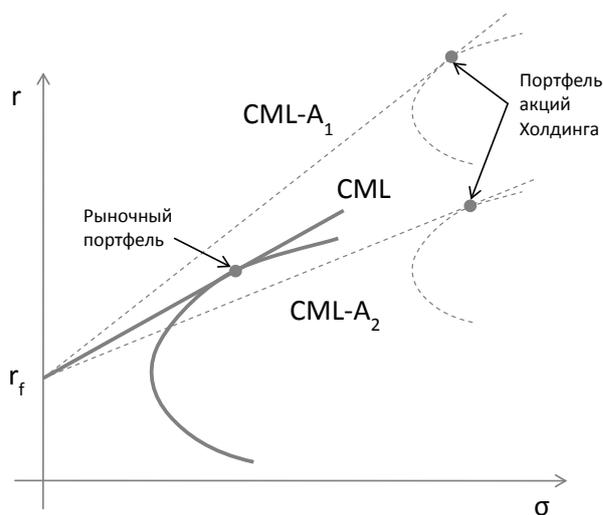


График 1. Существующая и альтернативные линии рынка капитала

После вывода холдинга на биржу он сможет продолжать присоединять новые частные компании, тем самым увеличивая диверсификацию своего портфеля. Доли всех текущих акционеров холдинга будут, соответственно, пропорционально уменьшаться.

Итак, в результате формирования холдинга и вывода его на фондовую биржу будет создан публичный холдинг частных компаний, инвестиции в акции которого станут доступными для широкого круга индивидуальных инвесторов. В следующей главе представлены основные

преимущества появления такого холдинга на публичном рынке, а также и основные сложности, с которыми придется столкнуться при его создании.

Преимущества и сложности создания публичного холдинга частных компаний

Перечислим вначале основные преимущества появления такого холдинга на публичном рынке:

3. Возможность инвестирования в акции частных компаний. На сегодняшний день возможность инвестирования в капитал частных компаний в основном может быть доступна только через приобретение долей в фондах прямых инвестиций, при этом минимальный порог для таких инвестиций довольно высок. Создание такого холдинга сможет предоставить как индивидуальным, так и профессиональным инвесторам новую возможность инвестиций в капитал частных компаний. Учитывая то, что холдинг не будет вмешиваться в деятельность входящих в него компаний, инвестирование в его акции окажется равноценно инвестированию в акции всех входящих в него компаний. При этом, в отличие от фонда прямых инвестиций, вознаграждение менеджмента фонда не будет привязано к доходности акций холдинга, тем самым инвесторы не станут терять дополнительную доходность, которой они обычно делятся с менеджментом фондов.
4. Как было показано выше, инвестирование свободных средств холдинга в безрисковые активы позволит создать альтернативную линию рынка капитала и предоставит инвесторам дополнительную возможность для диверсификации своих инвестиционных портфелей.
5. Отсутствие необходимости для частных компаний публично раскрывать отчетность после IPO холдинга. Поскольку холдинг будет владеть во всех компаниях только миноритарными пакетами акций, он не обязан будет консолидировать финансовые результаты частных компаний в своей отчетности, а станет отражать вложения в акции частных компаний как инвестиции в финансовые инструменты¹. При этом избранные финансовые показатели всех частных компаний должны будут собираться холдингом ежеквартально и публиковаться только в агрегированном виде для информирования инвесторов о текущем положении компаний, входящих в холдинг.
6. Повышение прозрачности частного сектора. Несмотря на то что частные компании не будут публиковать свою отчетность, одним из условий их участия в холдинге станет аудит их отчетности одной из международных аудиторских компаний. Тем самым создание холдинга приведет к увеличению финансовой прозрачности входящих в него компаний.
7. Курс акций холдинга станет публичным индексом доходности частных компаний. Учитывая то, что холдинг не будет вмешиваться в деятельность входящих в него компаний, вложения в акции холдинга окажутся эквивалентны вложениям в индекс, состоящий из большого количества частных компаний. Причем чем больше компаний начнет присоединяться к холдингу со временем, тем более показательным будет данный индекс. В частности, изменение индекса могло бы стать тем ориентиром, который инвесторы фондов прямых инвестиций могли бы использовать для оценки динамики рынка частных инвестиций. Кроме того, данный индекс мог бы дать дополнительную возможность для расчета показателя beta в модели CAPM для оценки акций частных компаний. В дальнейшем при публикации отчетности холдинга можно будет приводить не только агрегированные данные по всем компаниям, но и аналитику по динамике показателей компаний в отдельных отраслях.
8. Участие в холдинге со стороны акционеров частных компаний может рассматриваться как страховка. Большинство предпринимателей вкладывают все свои средства в единственный имеющийся у них бизнес (Moskowitz, Vissing-Jorgensen, 2002), тем са-

1. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 39: «Финансовые инструменты: признание и оценка».

мым увеличивая риск потери состояния в случае банкротства данного бизнеса. Обмен миноритарного пакета акций своей компании на акции холдинга позволяет собственникам получить страховку. Если их собственный бизнес обанкротится, у них останется доля в холдинге, которую они могут реализовать на открытом рынке.

Помимо указанных преимуществ, несомненно, будут существовать и определенные сложности в процессе создания такого холдинга, включая следующие:

1. Частные компании нужно будет убедить участвовать в данном холдинге. С одной стороны, как было показано выше, вложения в холдинг могут рассматриваться собственниками частных компаний как дополнительная страховка для их бизнеса. С другой стороны, у компаний могут появиться дополнительные издержки на проведения аудита, а также возникнет необходимость раскрытия информации о части финансовых показателей, которые будут включены в агрегированные результаты деятельности холдинга. Вполне вероятно, что далеко не все частные компании согласятся на участие в холдинге на данных условиях. Поэтому задача создания такого холдинга представляется сложной. Одним из дополнительных механизмов стимулирования интереса частных компаний к участию в холдинге, возможно, станут небольшие налоговые преференции со стороны государства для тех компаний, которые будут в него входить. Как было упомянуто выше, создание холдинга выгодно для государства в связи с повышением прозрачности частного сектора, а также появлением нового типа публичных компаний. Поэтому государство могло бы способствовать созданию подобного холдинга через налоговые преференции.
2. Существует опасность того, что часть наиболее быстрорастущих компаний будет рассматривать вложения в холдинг не как страховку, а как снижение доходности собственного бизнеса. Поскольку общая доходность холдинга зависит от суммы доходности всех его компаний, наиболее быстрорастущие компании будут показывать более высокую доходность. В результате стоимость их мажоритарного пакета акций будет расти быстрее, чем стоимость пакета акций холдинга, которым они владеют. В данном случае собственники могут захотеть выкупить свои акции по их текущей оценке, тем самым в холдинге будут оставаться только наименее быстрорастущие компании. В то же время выкуп акций подразумевает затраты наличных средств, которые нужно извлекать из текущего бизнеса. Вполне возможно, что данное неудобство отложит желание выкупа на неопределенное время.
3. Акции некоторых компаний при проведении IPO могут запретить к распространению среди индивидуальных инвесторов, которые не могут в полной мере оценить риск и доходность вложений¹. Поскольку данный холдинг будет являться новым типом компании для фондового рынка, есть вероятность того, что распространение его акций ограничат только кругом профессиональных инвесторов, что может негативно повлиять на результаты IPO.
4. Затраты на создание холдинга. Инициаторы создания подобного холдинга должны будут понести значительные временные и инвестиционные затраты на его создание. Необходимо провести оценку таких затрат, а также определить их источники, так как успешное привлечение финансирования будет напрямую влиять на возможность осуществления данного проекта на практике.

Выводы

В современной научной литературе, посвященной инвестициям в акции частных компаний, в основном анализируются существующие рыночные механизмы для осуществления подобных инвестиций. Одним из наиболее популярных механизмов на сегодняшний день являются фонды прямых инвестиций. Механизм инвестиций в фонды, тем не менее, обладает рядом недостатков, которые ограничивают его использование индивидуальными инвесторами. В данной статье предлагается идея создания нового механизма инвестирования в акции частных компаний через создание холдинга, владеющего миноритарными пакетами акций

1. <http://www.sec.gov/answers/ipodiff.htm>.

частных компаний. Вывод такого холдинга на фондовую биржу позволит индивидуальным инвесторам получить доступ к диверсифицированному портфелю акций частных компаний, не прибегая к услугам фондов прямых инвестиций. В статье приводятся принципы создания такого холдинга, перечисляются его преимущества для вовлеченных сторон, а также возможные сложности его организации. Надеюсь, что данная работа откроет новую область для исследований в научной литературе и сможет способствовать формированию нового механизма инвестиций в акции частных компаний на фондовом рынке.

Список литературы

1. Бобрышев Н., Иванова Е., Макарова А., Шепурова А. Скидки за низкую ликвидность при оценке стоимости компании: обзор исследований // Корпоративные финансы. 2008. № 1(5). С. 71–80. URL:
2. http://ecsocman.hse.ru/hse/2010/12/31/1208181378/5_bobrishev_71_80.pdf.
3. Долматова И.Н. Финансовая модель анализа как управленческая инновация в непубличных российских компаниях // Корпоративные финансы. 2010. № 1(13). С. 84–94. URL: http://ecsocman.hse.ru/hse/2010/12/31/1208184805/Vypusk13_dolmatova_84_94.pdf.
4. Клячин А. Структурирование сделок прямого частного инвестирования в России // Закон. 2007. № 2. С. 34–38.
5. Кокорев Д.А. Рынок Private Equity в России // Корпоративные финансы. 2009. № 3(11). С. 102–104. URL:
6. http://ecsocman.hse.ru/data/2011/11/28/1270193327/102_104_Kokorev2.pdf.
7. Пархоменко А.В. Исследование доходности фондов прямых инвестиций (на примере развитых рынков капитала) // Корпоративные финансы. 2008. № 4(8). С. 23–37. URL: http://ecsocman.hse.ru/data/2011/11/28/1270193444/Vypusk8_23_37_parkhomenko.pdf.
8. Чиркова Е.В., Чувствина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(19). С. 30–43. URL:
9. http://ecsocman.hse.ru/hse/2011/11/07/1272278422/CFJ19_30_43_Чиркова_Чувствина_.pdf.
10. Эванс Ч.Ф., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях; пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 332 с.
11. Bekkum, O.F., Bijman, J. (2006), Innovations in cooperative ownership: Converted and hybrid listed cooperatives, 7th international conference on management in agrifood chains and networks, Ede, The Netherlands, 31 (2006).
12. Bowman, R.G., Bush, S.R. (2007), Using Comparable Companies to Estimate the Betas of Private Companies, Working paper, URL: <http://ssrn.com/abstract=956443>.
13. Brown, G.W., Gredil, O., Kaplan, S.N. (2013), Do Private Equity Funds Game Returns?, Working paper, SSRN 2271690,
14. URL: <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/BGK.pdf>.
15. Chen, P., Baierl, G.T., Kaplan, P.D. (2002), Venture Capital and its Role in Strategic Asset Allocation: Long Term Risk-Return Characteristics, The Journal of Portfolio Management, 28(2) (2001) 83–89.
16. Clark, M.W. (1993), Evolution of concepts of minority interest, The Accounting Historians Journal, (1993) 59–78.
17. Cochrane, J.H. (2005), The risk and return of venture capital, Journal of financial economics, 75 (2005) 3–52.
18. Cumming, D., Walz, U. (2010), Private equity returns and disclosure around the world,

Journal of International Business Studies, 41 (2010) 727–754.

19. Damodaran, A. (2005), The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials, Working paper, URL: <http://ssrn.com/abstract=837405>.
20. Galante, S. (1993), Merrill Weighs In With Its Own Index for Private Equity, *Private Equity Analyst*, 5 (1993) 11–12.
21. Gompers, P.A., Lerner, J. (1997), Risk and reward in private equity investments: The challenge of performance assessment, *The Journal of Private Equity*, 2 (1997) 5–12.
22. Gompers, P., Lerner, J. (2001), The venture capital revolution, *The Journal of Economic Perspectives*, 15 (2001) 145–168.
23. Heaton, J., Lucas, D. (2000), Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk, *Journal of Finance*, 55 (2000) 1163–1198.
24. Kaserer, C., Stucke, R. (2013), Performance of Private Equity, *Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies*, (2013) 323–344.
25. Koeplin, J., Sarin, A., Shapiro, A.C. (2000), The private company discount, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4) (2000) 94–101.
26. Ljungqvist, A., Richardson, M. (2003), The cash flow, return and risk characteristics of private equity, National Bureau of Economic Research, Working Paper No w9454.
27. Maher, J.M. (1976), Discounts for lack of marketability for closely held business interests, *Taxes*, 54 (1976) 562.
28. Malone, T.W., et al. (2006), Do Some Business Models Perform Better than Others?, MIT Sloan Research Paper No. 4615-06. URL: <http://ssrn.com/abstract=920667>.
29. McFall, L.R., Ghaleb-Harter, T.E. (2001), Private Equity as an Asset Class: Its Role in Investment Portfolios, *The Journal of Finance*, 7(1) (2001) 77–91.
30. Moskowitz, T.J., Vissing-Jorgensen, A. (2002), The returns to entrepreneurial investment: A private equity premium puzzle? National Bureau of Economic Research, Working Paper No w8876.
31. Phalippou, L. (2008), The Hazards of Using IRR to Measure Performance: The Case of Private Equity, Working Paper, URL: <http://ssrn.com/abstract=1111796>.
32. Phalippou, L., Gottschalg, O. (2009), The performance of private equity funds, *Review of Financial Studies*, 22 (2009) 1747–1776.
33. Reyes, J.E. (1990), Industry Struggling to Forge Tools for Measuring Risk, *Venture Capital Journal*, 30 (1990) 23–27.
34. Sarin, A., Das, S.R., Jagannathan, M. (2002), The Private Equity Discount: An Empirical Examination of the Exit of Venture Backed Companies, Working Paper. URL: <http://ssrn.com/abstract=298083>.
35. Schmidt, D. (2003), Private equity-, stock- and mixed asset portfolios: a bootstrap approach to determine performance characteristics, diversification benefits and optimal portfolio allocations, CFS, Working Paper No. 2004, 12.
36. Sharpe, W.F. (1970), *Portfolio theory and capital markets*. New York: McGraw-Hill.
37. Shishido, Z. (1993), Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations, *The Fordham L. Rev.*, 62 (1993) 65.
38. Sills, B. (2002), Private Equity's Benchmark Blues // [Globalinvestormagazine.com](http://www.globalinvestormagazine.com): сайт. URL: <http://www.globalinvestormagazine.com/Article/2228216/Benchmarks-Private-equitys-benchmark-blues.html> (дата обращения: 17.05.2013).
39. Toporowski, J. (2012), Private equity funds, *Handbook of Critical Issues in Finance*, (2012) 274.