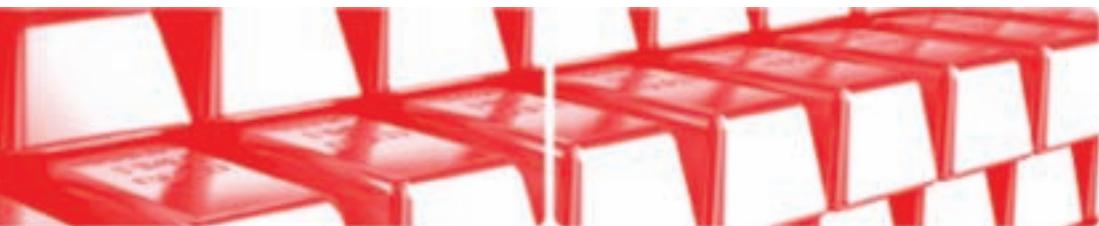


МЕЖДУНАРОДНЫЕ ДИРЕКТИВЫ ПО ОЦЕНКАМ ПРЯМЫХ И ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Сентябрь 2009 года



EUROPEAN
PRIVATE EQUITY &
VENTURE CAPITAL
ASSOCIATION

РОССИЙСКАЯ
АССОЦИАЦИЯ
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО
ИНВЕСТИРОВАНИЯ





Европейская Ассоциация
Прямого и Венчурного
Инвестирования

2009

Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций



Российская Ассоциация
Прямого и Венчурного
Инвестирования

2010

Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций

Эти Директивы были разработаны Директоратом IPEV (International Private Equity and Venture Capital Valuation Board) при активном участии и с поддержкой перечисленных ниже организаций:

- AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital)
Французская Ассоциация Венчурного
Инвестирования*
- AIFI (Italian Private Equity and Venture Capital Association)
Итальянская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- AMEXCAP (Mexican Private Equity Association)
Мексиканская Ассоциация Прямого Инвестирования
- AMIC (Moroccan Private Equity and Venture Capital Association)
Марокканская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- APCRI (Portuguese Private Equity and Venture Capital Association)
Португальская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- APEA (Arab Private Equity Association)
Ассоциация Прямого Инвестирования
Арабских Государств
- ASCRI (Spanish Private Equity and Venture Capital Association)
Испанская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- ATIC (Tunisian Venture Capital Association)
Тунисская Ассоциация Венчурного Инвестирования

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

- EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association)
Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования*
- FVCA (Finnish Venture Capital Association)
Финская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- GVCA (Gulf Venture Capital Association)
Ассоциация Венчурного Инвестирования Стран
Персидского Залива
- HKVCA (Hong Kong Venture Capital Association)
Ассоциация Венчурного Инвестирования Гонконга
- HVCA (Hungarian Private Equity and Venture Capital Association)
Венгерская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- ILPA (Institutional Limited Partners Association)
Ассоциация Институциональных Инвесторов с
Ограниченной Ответственностью
- IVCA (Irish Venture Capital Association)
Ирландская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- LAVCA (Latin American Venture Capital Association)
Ассоциация Венчурного Инвестирования
Латинской Америки
- LVCA (Latvian Venture Capital Association)
Латвийская Ассоциация Венчурного Инвестирования
- NVCA (Norwegian Venture Capital & Private Equity Association)
Норвежская Ассоциация Венчурного и Прямого
Инвестирования

- NVP (Dutch Private Equity and Venture Capital Association)
Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования
Нидерландов
- PPEA (Polish Private Equity Association)
Польская Ассоциация Прямого Инвестирования
- Réseau
Capital (Québec Venture Capital and Private Equity Association)
Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования
Квебека
- RVCA (Russian Private Equity and Venture Capital Association)
Российская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования
- SAVCA (Southern African Venture Capital and Private
Equity Association)
Южноафриканская Ассоциация Венчурного
и Прямого Инвестирования
- SECA (Swiss Private Equity and Corporate Finance Association)
Швейцарская Ассоциация Прямого и Корпоративного
Инвестирования
- SLOVCA (Slovak Venture Capital Association)
Словацкая Ассоциация Венчурного Инвестирования
- SVCA (Swedish Private Equity and Venture Capital Association)
Шведская Ассоциация Прямого и Венчурного
Инвестирования.

(Список по состоянию на 22 июля 2009 года)

*AFIC, BVCA и EVCA организовали Директорат IPEV в 2005 году.

Отказ от ответственности

Содержащаяся в этом документе информация была создана со ссылками на участие целого ряда источников. Директорат IPEV принял соответствующие шаги, чтобы обеспечить достоверность представленных сведений. Однако ни IPEV и никакие другие из называемых здесь источников информации – отдельные лица или организации – не могут нести ответственности ни за какие принятые решения или предпринятые действия, основанные на материалах этого документа.

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

Содержание

Введение РАВИ	8
Предисловие	9
Введение	10
Определения	12
Раздел I. Определение Обоснованной стоимости	16
1. Понятие Обоснованной стоимости	16
2. Принципы оценки	17
3. Методология оценок	21
3.1. Общие вопросы	21
3.2. Выбор подходящих методов оценки	22
3.3. Цена последней Инвестиции	25
3.4. Мультипликаторы	30
3.5. Чистые активы	36
3.6. Дисконтированные денежные потоки или прибыли (Основного бизнеса)	37
3.7. Дисконтированные денежные потоки (от Инвестиции)	39
3.8. Отраслевые контрольные показатели оценок стоимости	41
3.9. Реальные рыночные цены	42
4. Оценка долей участия в прибылях Фонда	43
4.1. Общие положения	43
4.2. Корректировка величины Чистой стоимости актива	44
4.3. Вторичные сделки	46
Раздел II. Руководство по применению	47
Введение	47
1. Особые вопросы	47
1.1. Внутренние раунды финансирования	47
1.2. Рынок, переживающий финансовые затруднения	48
1.3. Вычитание инструментов более высокого ранга	49
1.4. Промежуточное финансирование	49
1.5. Мезанинные займы	50
1.6. Накопленные проценты по займам	51
1.7. Индикативные предложения	52
1.8. Влияние структуры сделки	53
Поддерживающие организации	55

Введение РАВИ

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

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

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

Предлагаемая брошюра, подготовленная Директоратом IPEV при поддержке многих профессиональных объединений, включая РАВИ, предоставит возможность менеджерам по инвестициям производить адекватную оценку вложений в компании.

Исполнительная дирекция РАВИ

Предисловие

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

Предполагается, что эти рекомендации будут применимы ко всем существующим типам Фондов прямых инвестиций: венчурным Фондам «посевного» (seed) и «стартового» (start-up) капитала, Фондам выкупов, капитала роста/развития, а также ко всем финансовым инструментам, обычно используемым этими Фондами. Они также обеспечивают основу для оценок инвестиций, осуществляемых Фондами фондов и другими подобными организациями.

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

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

Ни участники Директората IPEV, ни члены любого комитета или рабочей группы не могут принимать на себя никакой ответственности или обязательств ни перед кем относительно последствий использования информации, содержащейся или опущенной в Директивах, наступивших вследствие доверия к положениям этих Директив или иначе связанных с ними.

Эти Директивы следует рассматривать как пришедшие на смену предыдущим директивам, выпущенным Директоратом IPEV, и их действие распространяется на период времени после 1 июля 2009 г.

Введение

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

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

Деятельность Фондов прямых инвестиций обычно регулируется правовыми или иными руководящими предписаниями, либо оговаривается в контракте. В намерения этих Директив не входит предписывать или рекомендовать ту основу, на которой Инвестиции включаются в счета Фондов.

Директорат IPEV одобряет использование Обоснованной стоимости в качестве наилучшей меры при оценке портфеля прямых инвестиций в компании и Инвестиций в Фонды прямых инвестиций. Поддержка Директоратом Обоснованной стоимости основана на прозрачности, которую она обеспечивает инвесторам в Фонды, использующим этот показатель как индикатор эффективности работы портфеля за определенный промежуток времени. К тому же институциональные инвесторы пользуются Обоснованной стоимостью для принятия решений о размещении активов и для составления финансовых отчетов.

При подготовке Директив были приняты во внимание требования и сущность Стандартов финансовой отчетности (Financial Reporting Standards, FRS) и, в особенности, Международных стандартов финансовой отчетности (IFRS) и US GAAP. Это делалось с целью обеспечения условий для определения Обоснованной стоимости прямых и венчурных инвестиций в полном соответствии с принципами бухгалтерского учета.

Следование этим Директивам не является обязательным требованием с точки зрения принципов бухгалтерского учета, однако, следуя им, вы будете действовать в соответствии с этими принципами.

Поскольку Директивы созданы с целью ознакомления с лучшей современной практикой в данном вопросе, они будут постоянно пересматриваться и, если будет нужно, обновляться для отражения изменений в международных правилах или стандартах расчетов.

Директивы подходят к вопросу оценки с концептуальных позиций, и в их намерения не входит описание лучших практических примеров, касающихся отчетности инвесторам, внутренних процессов, средств и методов управления, вопросов руководства, наблюдения со стороны Комитета, опыта и способностей, которые требуются от Оценщика, или проведения аудиторской или иной проверки проведенных оценок.

В Директивах проводится разграничение между базисом оценки (Обоснованная стоимость), который определяет, что должен представлять собой балансовый показатель, методологией оценки (такой, например, как выбор метода мультипликатора прибыли), которая призвана определять метод или способ получения оценки, и вводными показателями, используемыми для оценки (например, EBITDA).

Определения

В тексте Директив будут использоваться следующие определения.

Активный рынок (Active Market)

Ценная бумага рассматривается как котирующаяся на Активном рынке, если сведения о котировальных ценах на этом рынке можно легко и регулярно получать с биржи, от дилеров, брокеров, промышленных групп, ценовых служб или регулирующих агентств, и эти цены соответствуют фактическим рыночным сделкам, регулярно происходящим на основе принципа незаинтересованности сторон (arm's length).

Рынок считается активным, когда подобные сделки обладают достаточным объемом и происходят достаточно часто, чтобы определять их цену на постоянной основе. Уровень коммерческой активности, удовлетворяющий данному критерию, является вопросом суждений.

Вторичная сделка (Secondary Transaction)

Сделка, имеющая место, когда лицо, участвующее в капиталовложениях некотирующегося или неликвидного Фонда, продает свои акции другому лицу.

Зарегистрированные ценные бумаги (Quoted Instruments)

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

Инвестиция (Investment)

Понятие Инвестиции, сделанной Фондом, относится ко всем принадлежащим Фонду ценным бумагам Портфельной компании.

Ликвидность (Liquidity)

Относительная легкость и быстрота, с которой при желании можно продать ценную бумагу.

Надлежащим образом организованная сделка (Orderly Transaction)

Сделка, при совершении которой предполагается, что предшествующий Отчетной дате период достаточен для осуществления всех действий по маркетингу, которые считаются обычными для сделок с участием подобных активов и обязательств.

Незарегистрированные ценные бумаги (Unquoted Instruments)

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

Обоснованная стоимость (Fair Value)

Обоснованная стоимость является той ценой, по которой может произойти Надлежащим образом организованная сделка между Участниками рынка в Отчетную дату (дату оценки).

Основной бизнес (Underlying Business)

Это работающие предприятия, в которые Фонд произвел Инвестиции, либо непосредственно, либо посредством ряда предназначенных для этого холдинговых компаний.

Отчетная дата (Reporting Date)

Дата, к которой должна быть осуществлена оценка.

Оценщик (Valuer)

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

Портфельная компания (Investee Company)

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

Проблемная, или Вынужденная, сделка (Distressed or Forced Transaction)

Вынужденная ликвидация, или продажа в сложной финансовой ситуации (т.е. проблемная сделка) не является Надлежащим образом организованной сделкой, и на ее основе нельзя определить Обоснованную стоимость. Судить о том, является ли конкретная сделка проблемной или вынужденной, должны уполномоченные для этого лица.

Реализация (Realization)

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

Стоимость предприятия (Enterprise Value)

Стоимость предприятия – это стоимость ценных бумаг, представляющих интересы собственности в предприятии, плюс чистая финансовая задолженность этого предприятия.

Стоимость, приписываемая предприятию (Attributable Enterprise Value)

Стоимость предприятия, относящаяся к ценным бумагам, удерживаемым Фондом, и другим ценным бумагам предприятия, которые ранжируются наравне или ниже ценных бумаг наивысшего ранга в Фонде.

Участники рынка (Market Participants)

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

Фонд или Фонд прямых инвестиций (Fund or Private Equity Fund)

Фонд, или Фонд прямых инвестиций – это общий термин, используемый в тексте Директив для обозначения любых резервов инвестиционного капитала, предназначенного для прямых инвестиций любых стадий – от стартапов и до крупных выкупов, включая те, которые находятся в распоряжении корпоративных организаций, партнерств с ограниченной ответственностью и других инвестиционных учреждений.

Фонд фондов (Fund-of-Funds)

В данных Директивах термин «Фонд фондов» объединяет в себе любой целевой объем капитала, предназначенный для вложения в основные Фонды прямых инвестиций.

Чистая стоимость актива (Net Asset Value – NAV)

NAV Фонда является суммой, определяемой, с целью предложения акций инвесторам в этот Фонд, на основании величины Обоснованной стоимости основных Портфельных компаний и других активов и обязательств.

Раздел I. Определение Обоснованной стоимости

1. Понятие Обоснованной стоимости

Обоснованная стоимость является той ценой, по которой может произойти Надлежащим образом организованная сделка между Участниками рынка в Отчетную дату.

Для Зарегистрированных ценных бумаг существующие рыночные цены являются основой для определения Обоснованной стоимости.

В случае Незарегистрированных ценных бумаг для оценки Обоснованной стоимости требуется, чтобы Оценщик принял допущение о том, что Основной бизнес реализован в Отчетную дату и его ценные бумаги должным образом распределены среди различных держателей, независимо от того, готов ли Основной бизнес к продаже и намереваются ли его действующие акционеры продавать свои ценные бумаги в ближайшем будущем.

Главной целью является установление предполагаемой цены, по которой Участники рынка согласились бы совершить сделку в Отчетную дату.

Обоснованная стоимость не является суммой, которую одной из сторон придется получить (или уплатить) в случаях Проблемной сделки, принудительной ликвидации или продажи компании в случае банкротства. Однако предполагаемая цена сделки должна учитывать существующие рыночные условия для покупки и продажи активов.

Несмотря на ряд ограничений и различные преимущественные права при передачи акций в частных компаниях, все-таки возможно определить, какую цену мог бы заплатить покупатель, готовый приобрести Инвестицию.

2. Принципы оценки

Обоснованная стоимость каждой Инвестиции должна оцениваться в каждую Отчетную дату.

При отсутствии Активного рынка для финансового инструмента Оценщик должен определить Обоснованную стоимость, пользуясь существующими методами оценки.

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

Стоимость прямых инвестиций обычно формируется путем прямой продажи или выпуска на биржу акций Основного бизнеса в целом; итоговая стоимость компании в Отчетную дату (Стоимость предприятия) может послужить основой для определения стоимости долей Инвестиции в эту компанию.

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

1. Определяется Стоимость предприятия Портфельной компании с использованием соответствующих оценочных методов.
2. Вычисляется Скорректированная Стоимость предприятия для Портфельной компании путем увеличения или уменьшения Стоимости предприятия с учетом избыточных активов или излишних обязательств по задолженностям и других имеющих к этому отношение или случайных факторов.
3. Из этой суммы вычитаются любые финансовые инструменты, по своему рангу превышающие (при ликвидации) инструменты Фонда самого высокого ранга (т.е. сумму, которую придется уплатить),

и с учетом влияния любого инструмента, которое может вызвать размывание Инвестиции Фонда, выводится Стоимость, приписываемая предприятию.

4. Стоимость, приписываемая предприятию, распределяется между соответствующими финансовыми инструментами компании согласно их рангам.
5. Полученные суммы распределяются в соответствии с величинами вкладов Фонда в каждый финансовый инструмент, что и будет представлять собой их Обоснованную стоимость.

Очень важно осознавать субъективную природу оценки прямых инвестиций. Она неотъемлемо присуща перспективным оценкам и суждениям относительно самого Основного бизнеса, его рынка и окружающей среды, о состоянии рынка слияний и поглощений, условиях на фондовой бирже и прочих факторах, существующих в Отчетную дату.

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

Хотя оценки действительно обеспечивают полезную на данный момент индикацию развития отдельной Инвестиции или портфеля Инвестиций, в конечном счете, только после Реализации можно точно определить их истинную эффективность. Оценщик должен понимать причины, по которым доходы от Реализации могут отличаться от его оценок Обоснованной стоимости.

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

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

- Помнить, что его задача – воспроизводить то, что сделали бы стороны в ходе сделки, осуществляемой в Отчетную дату при соблюдении принципа незаинтересованности сторон;
- Учитывать рыночные условия, существующие на Отчетную дату;
- Учитывать следующие за Отчетной датой события, предоставляющие дополнительные подтверждения тем условиям, которые существовали на Отчетную дату;
- Учитывать степень существенности сделки.

Поскольку установлению Обоснованной стоимости прямых инвестиций присуща некоторая неопределенность, необходимо с осмотрительностью составлять суждения и делать необходимые оценки. Вместе с тем Оценщику следует воздерживаться и от чрезмерных предосторожностей.

Фонды прямого инвестирования рассматривают Инвестицию как способ развития и/или возможность осуществления значительных изменений в Основном бизнесе, затрагивающих его стратегию, рабочие процессы, управление или финансовые условия. Иногда это может принимать форму «спасительного рефинансирования» (rescue refinancing) или «санации» (turnaround) данного предприятия. В таких ситуациях бывает трудно определить Обоснованную стоимость, но в большинстве случаев все же возможно установить размеры той суммы, которую Участник рынка заплатил бы за рассматриваемую Инвестицию.

При определении Обоснованной стоимости возможны следующие ситуации:

- Число подходящих способов определения Обоснованной стоимости очень велико;
- Вероятности разных оценок внутри этого ряда не могут быть должным образом оценены;
- Финансовый эффект от достижения ключевой «вехи» (milestone) и сама вероятность этого достижения не могут быть обоснованно предсказаны;
- В данную компанию за последнее время не осуществлялись Инвестиции.

Хотя эти ситуации действительно вызывают затруднения, Оценщику тем не менее необходимо как-то оценить предполагаемую цену сделки между заинтересованными Участниками рынка.

Оценивая увеличение или уменьшение Обоснованной стоимости в подобных случаях, можно обратиться к таким общим индикаторам изменения стоимости, как, например, биржевые индексы. В некоторых ситуациях Оценщику правильнее принять в качестве лучшей оценки величину Обоснованной стоимости, полученную на прошлую Отчетную дату. Если возникает ощущение, что Обоснованная стоимость изменилась, Оценщику следует внести коррективы в величину балансовой стоимости Инвестиции, чтобы отразить степень этого воздействия.

Распределяйте Стоимость, приписываемую предприятию, должным образом.

Распределение должно осуществляться пропорционально соответствующим суммам, накопленным держателем каждого финансового инструмента, которые он может получить при продаже или выпуске на биржу акций в Отчетную дату. В параграфе 1.8 раздела II рассматриваются случаи, когда задействованы какие-либо механизмы,

препятствующие размыванию капитала, опционы или другие механизмы (например, преимущества при ликвидации в случае Инвестиций ранних стадий), которые, вероятно, будут работать в ситуации продажи компании по Стоимости предприятия на эту дату, что должно быть отражено в распределении.

Оценка Обоснованной стоимости должна основываться на допущении использования опционов и варрантов (когда Обоснованная стоимость превышает цену исполнения опциона и соответственно разумно допустить, что они будут использоваться). Итоговая цена исполнения, если она достаточно велика, может привести к появлению в Основном бизнесе избыточной наличности.

Неравномерное распределение доходов от продажи может повлиять на стоимость Инвестиции. Если существуют преимущества при ликвидации, необходимо проверить, пойдут ли они на пользу Фонду или принесут выгоду третьим лицам в ущерб Фонду.

Если позиции Фонда во владении опционами и варрантами достаточно широки, то потребуются отдельная от основных Инвестиций оценка с использованием подходящей оценочной модели, основанной на опционах.

3. Методология оценок

3.1. Общие вопросы

Некоторые из методов оценки, которые можно использовать для определения Обоснованной стоимости Незарегистрированных ценных бумаг, описаны ниже в параграфах 3.3–3.8. Эти методы могут по необходимости корректироваться с учетом факторов, влияющих на Обоснованную стоимость. Методы оценки Зарегистрированных ценных бумаг приводятся в параграфе 3.9.

Например, если Основной бизнес владеет избытком наличности или других активов, то стоимость бизнеса должна отразить этот факт.

Это обусловлено тем, что в случае прямых инвестиций стоимость, как правило, формируется через продажу или выпуск на биржу акций Основного бизнеса, а не путем передачи акций, принадлежащих отдельным акционерам. Стоимость этого бизнеса в целом на Отчетную дату часто дает возможность оценить стоимость доли Инвестиции в этом бизнесе. Ряд методов, описанных ниже, включает в себя в качестве первого шага определение Стоимости предприятия.

Возможны такие ситуации, когда Обоснованную стоимость можно определить главным образом с помощью ожидаемых денежных потоков и рисков относящихся сюда ценных бумаг, а не из Стоимости предприятия. Таким образом, этот факт необходимо учитывать при выборе методов оценок, используемых при подобных обстоятельствах.

Определять Обоснованную стоимость Инвестиции Оценщик должен на основе суждений. Это подразумевает детальное рассмотрение тех специфических условий Инвестиции, которые могут повлиять на ее Обоснованную стоимость. В этом отношении Оценщик должен учитывать ту реальную сущность Инвестиции, которая может преобладать над определенной правовой формой.

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

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

3.2. Выбор подходящих методов оценки

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

Основным критерием при выборе методов является их соответствие природе, фактам и обстоятельствам Инвестиции и ее важности в

контексте всего инвестиционного портфеля. В случае необходимости Оценщик может использовать дополнительные методы оценки, чтобы подтвердить правильность полученной величины Обоснованной стоимости.

При выборе подходящих методов каждую Инвестицию следует рассматривать по отдельности. Если Инвестиции, образующие в портфеле несущественную группу, сходны между собой по профилю рисков и отраслям, то допустимо использовать одну и ту же методологию по отношению к этим инвестициям. Используемые методы должны быть согласованы с теми, которые применяются для оценок существенных инвестиций с похожим профилем риска в той же отрасли.

Выбранные методы должны учитывать все факторы, достаточно существенные, чтобы повлиять на Обоснованную стоимость Инвестиции.

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

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

При выборе подходящих методов Оценщик должен отдавать предпочтение тем из них, которые составлены с основным упором на

рыночные критерии риска и доходности. Оценки Обоснованной стоимости, сделанные полностью на основе наблюдаемых рыночных данных, будут более надежными, чем оценки, сделанные на основе допущений и предположений. В некоторых случаях наблюдаемые рыночные данные могут нуждаться в корректировке со стороны Оценщика, чтобы должным образом отражать факты и обстоятельства, касающиеся оцениваемого предприятия. Эту корректировку не следует всегда однозначно рассматривать как уменьшающую надежность оценки Обоснованной стоимости.

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

После того как Оценщик решает, что несколько методов пригодны для определения стоимости конкретной Инвестиции, он может заняться сравнением результатов, полученных разными оценочными методами. Таким образом, результаты одного метода можно перекрестно сравнивать с аналогичными результатами другого, либо, наоборот, использовать результаты нескольких методов для взаимного подкрепления или иного совместного применения в целях установления Обоснованной стоимости Инвестиции.

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

Любые изменения в методологии оценки должны быть понятно объяснены. Предполагается, что в течение «жизни» Инвестиции такие изменения не будут происходить слишком часто.

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

Метод
Цена последней Инвестиции
Мультипликаторы
Чистые активы
Дисконтированные денежные потоки или прибыль (Основного бизнеса)
Дисконтированные денежные потоки (от Инвестиции)
Отраслевые контрольные показатели оценок стоимости

3.3. Цена последней Инвестиции

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

Весомость полученной таким путем оценки с неизбежностью уменьшается со временем, поскольку цена, по которой была сделана Инвестиция, отражает влияние условий, существовавших во время проведения сделки. В условиях динамично меняющегося окружения, изменений рыночных условий, само по себе течение времени наряду с другими факторами будет действовать в сторону уменьшения приемлемости этого метода для определения стоимости в дальнейшем.

Кроме того, в случае если цена, по которой инвестировала третья сторона, рассматривается в качестве основы для оценки, то следует принять во внимание историю этой сделки.

В частности, следующие факторы могут указывать на то, что цена в настоящий момент не вполне приемлема для определения Обоснованной стоимости:

- с новой и уже существующей Инвестициями связаны разные права;
- появление нового инвестора влечет за собой непропорциональное размывание акционерного капитала;
- новый инвестор руководствуется своими стратегическими соображениями;
- сделка может оказаться вынужденной продажей или «пакетом спасения»;
- относительная несущественность размера новой Инвестиции.

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

Продолжительность временного отрезка, в течение которого использование метода остается приемлемым, для каждой отдельной Инвестиции зависит от конкретных обстоятельств и выбирается по усмотрению Оценщика. В условиях стабильного рынка, когда происходит мало изменений внутри предприятия и в окружающей его обстановке, продолжительность этого периода будет больше, чем в условиях быстро меняющейся среды.

Метод Цены последней инвестиции основан на использовании первоначальной стоимости Инвестиции, либо, если имела место последующая Инвестиция, цены, по которой была сделана существенная доля новой Инвестиции в компанию, но только в течение ограниченного отрезка времени после даты соответствующей сделки. В течение этого отрезка времени Оценщик должен в каждую отчетную дату определять, не произошло ли какого-либо события, имеющего отношение к данной сделке, которое могло бы вызвать изменения в Обоснованной стоимости Инвестиции.

Метод Цены последней Инвестиции обычно используется на посевной, стартап и других ранних стадиях развития компаний, когда еще нет текущих или ожидаемых в ближайшем будущем прибылей или положительных денежных потоков. Как правило, для таких предприятий трудно определить вероятность и финансовое воздействие успеха или неуспеха их развития или исследовательской деятельности и сделать надежные прогнозы денежных потоков.

Следовательно, наиболее целесообразным подходом к определению Обоснованной стоимости является метод, основанный на использовании рыночных данных, которым и является Цена последней Инвестиции. Если Оценщик решает, что Цена последней Инвестиции не поддается корректировке и больше не подходит, и что нет сравнимых компаний или сделок, из которых можно «извлечь» нужную стоимость, то может быть уместным применить усовершенствованный метод оценки, основанный на отраслевом анализе, секторном анализе и/или анализе вех на пути развития предприятия.

При таких обстоятельствах специфичные для отдельной отрасли, в которой работает данная Портфельная компания, ключевые показатели/вехи могут, если это уместно, быть применены для оценок ее Обоснованной стоимости. В случае если Оценщик пользуется подходом анализа вех, он старается выяснить, не произошли ли какие-либо изменения в вехах или контрольных показателях, свидетельствующие о том, что Обоснованная стоимость Инвестиции изменилась.

Что касается Инвестиций ранних стадий или стадий развития, обычно во время принятия решения об Инвестиции оговаривается ряд согласованных вех. Они могут быть разными для разных типов Инвестиций, отдельных компаний и отраслей, но, вероятно, в их число будут входить:

Финансовые показатели:

- рост дохода (revenue);
- ожидания прибыльности;

- коэффициент «прожигания денег» (cash burn rate);
- выполнение обязательств.

Технические показатели:

- стадии развития;
- циклы тестирования;
- подтверждения патентов.

Показатели маркетинга и продаж:

- исследования базы клиентов;
- стадии тестирования;
- выход на рынок;
- рыночная доля.

Кроме того, при оценке может быть применен анализ важных для Портфельной компании основных рыночных факторов, а также экономического окружения в целом.

На основе анализа вех Оценщик пытается оценить, не имеется ли признаков изменения Обоснованной стоимости. Эти оценки могут включать в себя ответы на вопрос, не произошли ли :

- существенное изменение в эффективности работы Портфельной компании по сравнению с запланированным бюджетом или вехой;
- перемены в ожиданиях того, что будут выполнены технические вехи;
- существенное изменение рыночной ситуации по отношению к Портфельной компании или ее продукции (или потенциальной продукции);

- существенное изменение в той области мировой экономики или экономического окружения, где оперирует данная Портфельная компания;
- существенное изменение в эффективности работы сравнимых компаний или в оценках, наблюдаемых на рынке в целом;
- любые внутренние проблемы, такие как мошенничество, споры по коммерческим вопросам, судебные тяжбы, изменения в руководстве или стратегии.

Если Оценщик приходит к заключению, что имеются признаки изменения Обоснованной стоимости, ему необходимо оценить размер любого изменения по сравнению с Ценой последней Инвестиции. По своей сути эти поправки будут субъективными, а оценка будет базироваться на объективных данных, полученных из компании, опыте инвестиционных профессионалов и других инвесторов.

Однако необходимость поправок и их величина являются относительно субъективными и требуют от Оценщика весьма большой рассудительности. При уменьшении стоимости Оценщику следует снизить балансовую стоимость Инвестиции, сообщенную в предыдущую Отчетную дату, чтобы отразить эти изменения.

Если есть признаки создания стоимости, подобные перечисленным выше, Оценщик может рассмотреть возможность повышения балансовой стоимости Инвестиции. Здесь также необходима осторожность, поскольку положительные изменения оцениваются только тогда, когда они вносят вклад в увеличение стоимости Основного бизнеса с позиций Участника рынка. При обращении к этим, менее чувствительным, индикаторам увеличения стоимости, в отсутствие дополнительных раундов финансирования или формирования прибыли, следует учитывать, какую стоимость придал бы этим индикаторам покупатель, принимая во внимание вероятные результаты, затраты и риски, связанные с достижением этих результатов.

В отсутствие существенного дохода, прибыли или положительных денежных потоков другие методы, такие как мультипликатор при-

были, в целом неприемлемы. Можно использовать метод дисконтированного денежного потока (DCF), однако и у него есть недостатки, связанные с высоким уровнем субъективности в суждениях, что может сделать эту методику также неподходящей.

3.4. Мультипликаторы

Этот метод предусматривает применение мультипликатора прибыли (earnings multiple) для определения стоимости конкретного предприятия.

Метод более всего уместен в случае Инвестиций в упрочившиеся компании с хорошо определяемым и постоянно сохраняющимся потоком денежных поступлений, или прибылей (earnings).

Ниже предлагается руководство по оценке компаний на основе положительных денежных поступлений. Для молодых предприятий, у которых еще нет положительных поступлений, в основу оценки могут быть положены мультипликаторы дохода (multiple of revenue).

Мультипликатор дохода обычно является продуктом допущения о «нормированном» уровне прибыли (earnings), который может быть генерирован на основе этого дохода (revenue). Методы и рассуждения, приведенные здесь для мультипликаторов прибыли, в равной степени могут быть использованы и в случае использования мультипликатора дохода.

Метод мультипликатора может применяться и в случаях компаний с отрицательными значениями прибыли, если эти потери рассматриваются как временные и есть возможность определить уровень нормированной устойчивой прибыли.

Можно использовать скорректированные исторические прибыли, применять предсказанный уровень прибыли или показатель «приемлемой» маржи прибыли по отношению к текущим или предсказываемым доходам.

В этих методах наиболее подходящим является тот вид прибыли, который, вероятно, будет использоваться предполагаемым покупателем предприятия.

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

1. Использовать мультипликатор, который является подходящим и обоснованно выбранным (при данном соотношении рисков и перспектив роста прибыли данной компании) в применении к устойчивой прибыли этой компании.
2. Скорректировать Стоимость предприятия с учетом избыточных активов или излишних обязательств и других непредвиденных обстоятельств, а также значимых факторов, чтобы вычислить величину Скорректированной Стоимости предприятия для конкретной Портфельной компании.
3. Вычесть из этой величины все суммы, связанные с финансовыми инструментами, ранг которых выше (при ликвидации), чем у инструментов Фонда наивысшего ранга (т.е. сумму, которую придется уплатить), и с учетом влияний любых инструментов, которые могут вызывать размывание Инвестиции Фонда, вычислить Стоимость, приписываемую предприятию.
4. Обоснованно распределить Стоимость, приписываемую предприятию, между значимыми финансовыми инструментами.

Пояснения к подчеркнутым терминам приводятся ниже.

Подходящий мультипликатор

Используется целый ряд мультипликаторов прибыли, включая такие как цена/прибыль (P/E), Стоимость предприятия/прибыль до выплаты процентов и налогов (EV/EBIT) и уценки и амортизации (EV/EBITDA). Мультипликатор, используемый в каждом отдельном случае, должен быть подходящим для оцениваемого предприятия. (N.B.: мультипликаторы доходов (multiples of revenues) и их использование рассматриваются в параграфе 3.8. «Отраслевые контрольные показатели оценок стоимости»).

В целом, вследствие того, что финансовая структура играет важную роль в прямых инвестициях, при определении величины Стоимости предприятия для Основного бизнеса следует использовать мультипликаторы. Обычно используют мультипликаторы EBITDA в случае их доступности. Если их нет, можно использовать мультипликаторы P/E. Чтобы мультипликаторы P/E можно было сравнивать между собой, два сравниваемых предприятия должны обладать похожими финансовыми структурами и уровнями заемных средств.

Следовательно, если используется мультипликатор P/E, то в его знаменателе должна находиться величина облагаемой налогом EBIT, скорректированная с учетом стоимости финансовых затрат на операции, оборотных средств и налогов. Такая корректировка нужна для устранения влияния на Стоимость предприятия уменьшения величины прибыли после вычитания затрат на приобретения.

Мультипликатор прибыли имеет в своем числителе стоимость, а в знаменателе – прибыль. Знаменатель может представлять собой величину прибыли для любого отрезка времени, поэтому мультипликаторы часто называются «историческими», «текущими» или «прогнозируемыми» – для уточнения используемого значения прибыли. Важно, чтобы используемый мультипликатор соответствовал периоду времени и концепции прибыли оцениваемой компании.

Обоснованно выбранный мультипликатор

Оценщик обычно определяет величину мультипликатора, опираясь на величины действующих в условиях рынка мультипликаторов, отраженных в рыночных оценках зарегистрированных компаний или в той цене, по которой компании сменили свою принадлежность. Этот основанный на требованиях рынка подход подразумевает, что используемые для сравнения компании точно оценены рынком.

Хотя и существуют доказательства того, что рыночная капитализация зарегистрированной компании отражает не столько стоимость компании, сколько цену, по которой обмениваются «небольшие пакеты» акций, исходной установкой этих Директив является то, что

действующие в условиях рынка мультипликаторы отражают стоимость компании в целом.

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

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

При использовании мультипликаторов EV/EBITDA Оценщику следует обратить внимание на то, что такие мультипликаторы, по определению, не учитывают воздействие на стоимость уценки фиксированных активов и амортизации нематериальных активов, в том числе и «гудвила» (goodwill). Если применять такие мультипликаторы без надлежащей осторожности, то Оценщик может упустить из вида тот факт, что существующие рабочие решения о значительной трате средств на основные активы или на рост путем поглощения, а не путем естественного развития, влияют на реальную стоимость данного предприятия.

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

Если Оценщик собирается внести поправки в сообщенные ему мультипликаторы, ему следует учесть влияние различий между Ликвидностью оцениваемых акций и Ликвидностью акций, зарегистрированных на фондовой бирже. Существует риск, связанный с недостатком Ликвидности или реализуемости на рынке. Оценщик должен учитывать ту степень, в которой предполагаемый покупатель этих акций захочет принять дополнительный риск, связанный с приобретением Незарегистрированных акций.

В незарегистрированной компании риск, связанный с недостатком реализуемости, заметно выше для того акционера, который не в состоянии контролировать процесс Реализации или влиять на него, чем для акционера, обладающего достаточным пакетом акций, чтобы управлять Реализацией. Поэтому можно ожидать, что предполагаемый покупатель будет связывать больший риск с обладанием миноритарным пакетом, чем контрольным.

На дату приобретения мультипликатор должен быть выверен относительно сравниваемых с ним рыночных мультипликаторов. В случае выявления различий необходимо в них разобраться, поскольку подобных различий можно будет ожидать и в следующие даты проведения оценок, и их нужно понимать.

Например, могут быть следующие основания для корректировки мультипликаторов, используемых для сравнения:

- различия в размерах и профилях сравниваемых предприятий и, следовательно, в их способности противостоять неблагоприятным экономическим условиям;
- разная скорость роста прибылей;
- меньшее количество надежных ключевых сотрудников;
- разная номенклатура продукции;
- отличия в характере и качестве базы клиентов;

- разные уровни заемных средств;
- существует целый ряд причин, по которому может различаться качество прибыли;
- риски, вызванные недостаточной реализуемостью акций.

Иногда, чтобы иметь материал для сравнения, в поисках нужного мультипликатора используются недавно проведенные сделки с участием похожих компаний. Существует мнение, что такие сделки могут предоставить более подходящий источник значений мультипликаторов, поскольку охватывают передачу компаний в целом, в то время как рыночные мультипликаторы связаны с ценой «небольшого пакета» акций.

Однако достоверность получаемых таким образом значений мультипликаторов часто ставится под сомнение следующими фактами:

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

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

Устойчивая прибыль

При использовании мультипликатора устойчивой прибыли очень важно, чтобы степень надежности показателей прибыли была приемлема для Оценщика. Хотя это и могло бы говорить в пользу применения прошедших аудиторскую проверку исторических цифр, а не непроверенных или прогнозируемых на будущее, следует признать, что стоимость, по определению, основана на перспективах развития. На биржевых рынках чаще думают о стоимости в терминах текущих или прогнозируемых мультипликаторов, а не исторических. К тому же можно привести такой аргумент, что в динамично изменяющемся окружении оценка должна отражать самую свежую доступную информацию. Таким образом, существует некий компромисс между надежностью и уместностью доступных Оценщику показателей прибыли.

В итоге, сохраняя за собой право разумного выбора, Оценщик должен либо отдать предпочтение использованию исторических (хотя и не обязательно проверенных) показателей прибыли, либо склониться в сторону прогнозируемых показателей прибыли на текущий год, если он считает их надежными.

Какие бы периоды учета прибыли ни использовались, Оценщику нужно быть полностью уверенным в том, что в них представлены надежные оценки устойчивой прибыли. Это означает необходимость проводить корректировку по отношению к каким-либо исключительным или уникальным событиям, а также учитывать влияние возможного прекращения деятельности или поглощений и прогноза значительных изменений в прибылях.

3.5. Чистые активы

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

Метод используется главным образом для предприятий, таких как инвестиционные компании или компании, обладающие значитель-

ной собственностью (Фонды фондов, например, будут подробно обсуждаться в разделе 4 «Оценка доли участия в прибылях Фонда»), чья стоимость вычисляется из Обоснованной стоимости их активов, а не из прибылей.

Этот метод применим также для предприятия, не имеющего достаточного дохода, и для которого большая стоимость может быть реализована путем продажи его активов и ликвидации. Таким образом, метод Чистых активов в некоторых обстоятельствах приемлем для оценки прямых инвестиций в убыточных компаниях и в компаниях, достигающих лишь нижней пороговой нормы прибыли.

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

1. Вычислить Стоимость предприятия для компании, используя подходящие показатели для оценки ее активов и обязательств (включая, если допустимо, условные активы и условные обязательства).
2. Вычесть из этой величины любые величины, связанные с финансовыми инструментами, чей ранг выше (в ситуации ликвидации), чем у инструментов Фонда самого высокого ранга (т.е. сумму, которую придется уплатить), и, с учетом влияний любых инструментов, которые могут вызывать размывание Инвестиции Фонда, вычислить Стоимость, приписываемую предприятию.
3. Обоснованно распределить Стоимость, приписываемую предприятию, между значимыми финансовыми инструментами.

3.6. Дисконтированные денежные потоки или прибыли (Основного бизнеса)

Эта методология касается определения стоимости компании путем вычисления текущей стоимости ожидаемых в будущем денежных потоков (или текущей стоимости ожидаемой будущей прибыли).

Денежные потоки и «конечная стоимость» определяются Основным бизнесом, а не Инвестицией.

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

Недостатки метода DCF обусловлены необходимостью наличия детальных прогнозов денежных потоков, установления «конечной стоимости» и скорректированного с учетом риска коэффициента дисконтирования. Эти вводные данные в значительной степени являются результатом субъективных суждений, и полученная таким образом величина текущей стоимости часто оказывается чувствительной к небольшим изменениям в этих параметрах.

Из-за высокого уровня субъективности при выборе вводных данных основанные на DCF оценки стоимости полезны для перекрестных сравнений со стоимостями, оцененными с применением рыночных методов, и должны использоваться только с величайшей осторожностью и отдельно от других методов.

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

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

1. Определить величину Стоимости предприятия для компании, используя обоснованные допущения и оценки предполагаемых будущих денежных потоков (или предполагаемой будущей прибыли) и конечной стоимости, а также осуществляя дисконтирование с применением подходящего, скорректированного с учетом присущего данной компании риска, коэффициента дисконтирования.
2. Для вычисления Стоимости, приписываемой предприятию, вычесть из этой величины любые величины, связанные с финансовыми инструментами, чей ранг выше (в ситуации ликвидации), чем у инструментов Фонда самого высокого ранга (т.е. сумму, которую придется уплатить), и с учетом влияния любых инструментов, которые могут вызывать размывание Инвестиции Фонда.
3. Обоснованно распределить Стоимость, приписываемую предприятию, между значимыми финансовыми инструментами.

3.7. Дисконтированные денежные потоки (от Инвестиции)

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

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

Благодаря своей гибкости, эта методология может применяться в любых ситуациях прямого инвестирования. В особенности она подходит для оценки Инвестиций, не связанных с акционерным капиталом, осуществляемых при помощи таких инструментов, как долг или мезанинное финансирование, поскольку стоимость таких инс-

инструментов определяется на основе специфичных для каждого инструмента денежных потоков и рисков, а не из стоимости Основного бизнеса в целом.

Поскольку Оценщику свойственно полагаться на свои субъективные суждения, ему следует быть осмотрительным при использовании этой методологии в качестве базиса для определения Обоснованной стоимости Инвестиции, включающей элементы акционерного капитала.

Этот метод часто оказывается полезным критерием обоснованности величины стоимости при ее определении другими методами.

Риски прямых инвестиций, а также нормы доходности, необходимые для компенсации рисков различных уровней, являются главными коммерческими показателями при осуществлении всех прямых инвестиций. В соответствии с ними имеется целая система отсчета, основываясь на которой можно делать допущения относительно коэффициента дисконтирования.

Несмотря на то, что необходимость делать подробные прогнозы денежных потоков на протяжении всего существования Инвестиции может уменьшить надежность и критична для Инвестиций в акционерный капитал, необходимость в определении «конечной стоимости» сохраняется.

Если Инвестиция включает в себя акционерный капитал или его комбинацию с другими финансовыми инструментами, конечная стоимость обычно вычисляется на основании предполагаемой стоимости Основного бизнеса при Реализации. Отсюда возникает необходимость принимать допущения относительно будущей работы предприятия и его развития, а также индексов фондовой биржи и других оценочных коэффициентов на предполагаемую дату Реализации. При Инвестициях в акционерный капитал небольшие изменения в этих допущениях могут значительно повлиять на оценку. В случае если финансовые инструменты не связаны с акционерным капиталом, конечная стоимость, как правило, является заранее определенной величиной, что заметно увеличивает надежность оценивания.

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

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

3.8. Отраслевые контрольные показатели оценок стоимости

Для целого ряда отраслей существуют специфические контрольные показатели, применяемые для определения стоимости, например, «цена на койко-место» (для сотрудников лечебно-профилактических учреждений) или «цена на подписчика» (для компаний кабельного телевидения). В других отраслях, включая определенные финансовые службы и секторы информационных технологий, а также в некоторых подразделениях сферы услуг, где долгосрочные контракты являются обычным делом, в качестве контрольных показателей для оценок стоимости используются мультипликаторы доходов (multiples of revenues).

Эти отраслевые нормы часто основаны на допущениях, что инвесторы готовы платить за объем Реализации или долю на рынке и что средняя прибыльность предприятия в этой отрасли не варьируется слишком сильно.

Использование подобных отраслевых контрольных показателей является надежным и вследствие этого подходящим в качестве основы

для оценки Обоснованной стоимости только в ограниченном числе случаев. Вероятнее всего, оно будет полезным в качестве дополнительного критерия обоснованности стоимостей, вычисленных другими методами.

3.9. Реальные рыночные цены

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

Инструменты, зарегистрированные на Активном фондовом рынке, должны оцениваться в соответствии с ценами предложения покупателей (bid price) на Отчетную дату. Если цена покупателя не требуется по существующим правилам учета и не считается подходящей в данном случае, тогда можно использовать наиболее показательную точечную оценку разницы между ценой предложения и ценой спроса (bid-ask spread). Оценщик может в равной степени пользоваться обоими показателями.

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

Для остальных Зарегистрированных ценных бумаг имеются две рыночные цены одновременно: более низкая «цена предложения покупателя» (bid price), зарегистрированная маркет-мейкером, которую он предлагает заплатить инвестору за его долю (т.е. цена Реализации акций инвестора), и более высокая «запрашиваемая цена» (ask price), которую придется заплатить инвестору, чтобы приобрести холдинг. Однако в качестве альтернативы «цене покупателя» (там, где это не оговорено правилами) является среднерыночная цена (средняя величина от цен bid и ask), если она признана наиболее показательной точечной оценкой разницы между ценой предложения и ценой спроса.

Эти методы следует использовать, если цены предложения покупателя установлены на Активном рынке.

В отношении цен, котирующихся на Активном рынке, не должны применяться скидки, если только нет каких-то договорных, государственных или иных юридически закреплённых ограничений, которые могли бы воздействовать на стоимость Реализации в Отчетную дату.

Для определения уровня возможной скидки Оценщик должен учитывать размеры компенсации, которую может потребовать держатель при проведении сравнений рассматриваемой Инвестиции с идентичным, но не подвергнутым ограничениям капиталовложением.

Для определения степени воздействия этого ограничения в отношении Реализации, Оценщик может использовать модель оценки опционов, однако на практике для ограничений, которые касаются только лимитированного числа отчетных периодов, это упрощено до обычной математически вычисляемой скидки на зарегистрированную цену.

Примененная скидка должна соответствующим образом отражать временную стоимость денег и повышение уровня риска из-за уменьшения Ликвидности. Процент скидки является предметом суждений, которые могут меняться в разных направлениях в ходе этого процесса, но, в конце концов, должны свестись к единому мнению.

4. Оценка долей участия в прибылях Фонда

4.1. Общие положения

Фонды фондов и инвесторы Фондов прямых инвестиций должны через определенные промежутки времени оценивать свои доли участия в прибылях Фонда, в который они осуществили вложения (основного Фонда), используя для этого данные финансовой отчетности. Исторически так сложилось, что Чистая стоимость актива («NAV»), основанная на величине Обоснованной стоимости Инвес-

тиции, сообщенной управляющим, использовалась в качестве базы для вычисления Обоснованной стоимости доли участия в прибылях основного Фонда.

При оценке Обоснованной стоимости доли участия в прибылях Фонда Оценщик должен основываться на долях, относящихся к собираемой NAV Фонда.

Обоснованная стоимость доли участия в прибылях основного Фонда, на самом базовом уровне, эквивалентна сумме стоимостей основных Инвестиций, если бы они были реализованы в Отчетную дату. Выручка от такой Реализации поступила бы к инвестору в сумме, равной NAV. Это представление имеет особый смысл для инвесторов закрытых инвестиционных Фондов, которые получают денежный доход на свои Инвестиции, когда Реализация происходит посредством продажи основных Портфельных компаний.

Что касается инвесторов Фонда, то полагаться на величину NAV, взятую из финансовой отчетности Фонда, в который были осуществлены вложения, инвесторы могут только в той степени, в которой они убеждены в том, что сообщенная NAV вычислена надлежащим способом с использованием соответствующих принципов Обоснованной стоимости в ходе правильно организованного трудоемкого процесса. Как правило, доказательства этому получают в ходе процесса тщательного изучения (due diligence), непрерывного мониторинга и проверок финансовой отчетности, а также при руководящем участии инвестора в работе основного Фонда.

Таким образом, NAV, тщательно определенная согласно принципам Обоснованной стоимости и настоящих Директив, дает нам лучшую оценку, которую можно использовать как основу для получения величины Обоснованной стоимости доли участия в прибылях Фонда.

4.2. Корректировка величины Чистой стоимости актива

После признания сообщенной NAV подходящей стартовой точкой, возможно, придется сделать необходимые поправки на основании

того, что на Отчетную дату поступила уточняющая информация. Хотя Оценщик может узнать у управляющих Фонда, каким путем они вычисляли Обоснованную стоимость, Оценщику необходимо располагать соответствующими процедурами и контролирующими мерами, которые позволят ему изучить и понять полученные оценки.

Следующие факторы могут привести к необходимости внести поправки в величину сообщенной NAV:

- Прошло много времени между Отчетной датой, когда была сообщена NAV Фонда, и Отчетной датой, когда отчитаться должен Оценщик. Это обстоятельство может усугубляться следующим:
 - Фонд осуществляет дополнительные Инвестиции или достигает стадий Реализации;
 - Оценщику становится известно о последующих изменениях Обоснованной стоимости соответствующих Портфельных компаний;
 - происходят изменения на рынке или другие экономические перемены, что влияет на стоимость портфеля Фонда;
- Достаточная и прозрачная информация о Надлежащим образом осуществленных Вторичных сделках;
- Соответствующий учет потенциального участия в величине NAV Фонда различных выплат (вознаграждений, гонораров);
- Любые стороны договора с Фондом, которые могут повлиять на распределение, но в то же время не учитываются в расчете NAV;
- Существенные различия в оценках генеральными партнерами обычных компаний и идентичных ценных бумаг;
- Любые другие факты и обстоятельства, которые могут воздействовать на стоимость основного Фонда.

Величина NAV должна быть скорректирована таким образом, чтобы она стала равна той денежной сумме, которую мог бы получить де-

ржатель доли в прибылях Фонда, в случае если основная Портфельная компания была бы реализована в Отчетную дату.

4.3. Вторичные сделки

Для Фондов прямых инвестиций существует ограниченное число Вторичных сделок. Сделки на внешнем рынке для Фондов встречаются нечасто, они непрозрачны и информация о них крайне ограничена. О вторичных ценах договариваются, на них оказывают влияние факторы, не имеющие прямого отношения к Обоснованной стоимости, решение базируется на допущениях и ожиданиях дохода, которые зачастую индивидуальны для договаривающихся сторон. К тому же информация, имеющая отношение к отдельным сделкам, может не считаться надлежащей, и любые доступные данные по ценообразованию могут оказаться устаревшими.

Когда Оценщик доли в прибылях знает условия, присущие Вторичной сделке с участием конкретного Фонда, и эта сделка считается Надлежащим образом организованной, Оценщик должен рассматривать цену этой сделки как один из компонентов информации, используемой для определения Обоснованной стоимости.

В случае если инвестор в Фонд прямых инвестиций принял решение продать свою долю участия в этом Фонде, данные о ценах Надлежащим образом организованной Вторичной сделки будут, наверное, лучше характеризовать Обоснованную стоимость.

Любой случай использования цены Вторичной сделки требует высочайшей осмотрительности.

Раздел II. Руководство по применению

Введение

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

1. Особые вопросы

1.1. Внутренние раунды финансирования

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

Если имеет место раунд финансирования, в котором участвуют только существующие инвесторы Основного бизнеса в пропорциональных их Инвестициям отношениях (внутренний раунд), коммерческая необходимость осуществления сделки по Обоснованной стоимости, может уменьшиться. Оценщику необходимо определить, была ли эта сделка соответствующим образом организована в договорном порядке и отражала ли она Стоимость предприятия на тот день.

Когда цена финансирования установлена на основании оценок стоимости, более низких, чем в предыдущую Отчетную дату (внутренний раунд понижения, *internal down round*), это может указывать на уменьшение стоимости, и поэтому на это следует обратить внимание.

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

1.2. Рынок, переживающий финансовые затруднения

Иногда Оценщик может рассматривать рынки, данными с которых он пользуется, как испытывающие финансовые трудности. Это не означает, что все сделки на этих рынках можно считать испытывающими финансовые трудности и непригодными для целей сравнения, однако отдельные сделки могут оказаться таковыми. В таких ситуациях необходимо быть осмотрительным при определении, являются ли отдельные сделки показательными по их Обоснованной стоимости.

Рассматривая вопрос о том, может ли сделка считаться Проблемной, или Вынужденной, Оценщик может включить в сферу своего изучения следующие индикаторы:

- Правовые требования к сделке, например, регулирующие предписания;
- Необходимость избавиться от актива немедленно, когда недостаточно времени заниматься маркетингом предназначенного к продаже актива;
- Существование только одного потенциального покупателя в результате наложенных юридических или временных ограничений;
- Не достаточный для регулярной маркетинговой деятельности контакт с рынком.

1.3. Вычитание инструментов более высокого ранга

Многие структуры приобретений включают в себя средства, взятые займы у третьей стороны, и этот долг ранжируется выше, чем проценты в капитале Фонда, которые вычитаются из Стоимости предприятия для вычисления Стоимости, приписываемой предприятию.

Для осуществления определенных сделок эти долговые бумаги активно торгуются и могут быть приобретены Портфельной компанией или Фондом на рынке по цене, которая устанавливается со скидкой по отношению к их номинальной стоимости.

При расчете Стоимости, приписываемой предприятию, Оценщик должен вычесть из величины Стоимости предприятия сумму, которую предполагается выплатить для погашения долга на Отчетную дату. Как правило, это и будет номинальной стоимостью, поскольку долг подлежит погашению во время продажи Портфельной компании, и Стоимость предприятия уже вычислена, исходя из продажи в Отчетную дату.

Если долговые бумаги торгуются со скидкой по отношению к номиналу, эта, более низкая, сумма обычно не вычитается из величины Стоимости предприятия до тех пор, пока Портфельная компания или Фонд не приобретет данные долговые бумаги на рынке по этой цене и не соберется полностью выплатить долг, вместо того чтобы стремиться к выплате по номиналу.

1.4. Промежуточное финансирование

Фонды или связанные с ними организации могут предоставлять займы Основному бизнесу вплоть до нового раунда финансирования (промежуточное финансирование). Это может происходить в ожидании первоначальной Инвестиции от Фонда или до осуществления предполагаемой последующей Инвестиции.

В случае первоначальной Инвестиции, когда у Фонда нет других Инвестиций в Основной бизнес, стоимость промежуточного займа должна оцениваться отдельно. В таких случаях и если ожидается, что финансирование произойдет надлежащим образом и что промежуточный заем просто обеспечивает раннюю доступность средств, стоимость, вероятно, будет являться лучшим индикатором Обоснованной стоимости.

Если предвидится, что у компании будут трудности с организацией финансирования, и ее выживание будет поставлено под сомнение, то Оценщику следует произвести переоценку Обоснованной стоимости.

Если промежуточное финансирование совершается в уже существующую Портфельную компанию в ожидании последующей Инвестиции, следует включить промежуточное финансирование вместе с первоначальной Инвестицией в общий пакет оцениваемой Инвестиции.

1.5. Мезанинные займы

Мезанинные займы являются одним из обычных источников заемного капитала для Инвестиций. Обычно их ранг ниже, чем у первоочередного долга, но выше, чем у обеспеченных акциями ссуд или акционерного капитала; им присуща процентная ставка, соответствующая уровню риска, который допускает заимодавец, а также дополнительные потенциально увеличивающие стоимость аспекты, такие как варранты.

Часто они предоставляются не поставщиками акционерного капитала, а другой стороной, и по существу могут быть единственным инструментом, которым управляет Фонд в Основном бизнесе. В этих ситуациях мезанинный заем должен оцениваться обособленно. Цена, по которой был предоставлен мезанинный заем, является надежным индикатором Обоснованной стоимости на конкретную дату.

Оценщику следует разобраться в том, не существует ли каких-либо индикаторов ухудшений в стоимости Основного бизнеса, которые предполагают, что заем не будет полностью возвращен. Оценщику также необходимо выяснить, нет ли каких-либо признаков изменений уровня требуемых доходов, что предполагает изменение стоимости займа.

Имеются в целом лимитированные рыночные возможности для продажи мезанинных займов их владельцами. Существуют агентства, которые регулярно регистрируют цены займов подобного типа, однако сделки не всегда могут осуществляться по предложенным индикативным ценам. Сообщаемые цены сделок должны рассматриваться Оценщиком на предмет того, могут ли они являться разумными индикаторами Обоснованной стоимости.

Поскольку связанные с мезанинным займом денежные потоки могут быть предсказаны с разумной степенью достоверности, обычно они оцениваются на основе метода DCF.

Связанные с мезанинным займом варранты следует рассматривать отдельно от займа. Оценщик должен выбрать методы, подходящие для оценки Основного бизнеса, и при оценивании учитывать долю владения, которая оговаривается в используемых варрантах.

В том случае, если позиция варранта является существенной, Оценщик может использовать одну из сложно устроенных моделей установления цен опционов и варрантов.

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

1.6. Накопленные проценты по займам

Многие финансовые инструменты, обычно используемые при прямых инвестициях, сосредотачивают в себе процент прибыли, кото-

рый можно реализовать в виде денег только после выкупа этих ценных бумаг (например, долговых обязательств с большим дисконтом или ценных бумаг «плата натурой» (payment-in-kind notes), дающих эмитенту право оплачивать дивиденды или проценты дополнительно выпущенными ценным бумагам того же класса).

При оценке этих инструментов необходимо определить ту сумму, которую предполагается получить от этих инструментов. При определении суммы, которую можно получить обратно, учитывается также существование любых обоснованно предполагаемых улучшений, таких как постепенное увеличение процента прибыли.

В обычном пакете финансирования все это неотделимо от конкретной прямой инвестиции и будет реализовано в составе сделки по продаже.

Разница между рассчитанной суммой, которая может быть возвращена, и первоначальной стоимостью займа должна быть распределена по всему предполагаемому периоду существования ценной бумаги, чтобы давать постоянный процент прибыли на этот инструмент.

1.7. Индикативные предложения

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

Однако перед тем как использовать предложение в качестве индикатора Обоснованной стоимости, Оценщику необходимо разобраться в мотивах стороны, сделавшей предложение. Индикативные предложения могут быть сделаны намеренно высокими для того, чтобы, например, дать начало переговорам, получить доступ к компании, или же они ставятся в зависимость от каких-то обязательных условий или будущих событий.

Также они могут быть намеренно низкими, если лицо, которое делает предложение, предполагает, что продавец вынужден продавать свою компанию или пытается увеличить свою долю акций за счет других, менее ликвидных, участников.

Наконец, индикативные предложения могут делаться на фоне нехватки существенной детальной, достаточно обоснованной информации.

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

Типичное индикативное предложение может послужить дополнительным подтверждением величины стоимости, оцененной при помощи одного из оценочных методов, однако оно не достаточно весомо, чтобы использовать его самостоятельно.

1.8. Влияние структуры сделки

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

При осуществлении оценок необходимо рассматривать воздействие будущих изменений в структуре Инвестиции, которые могут значительно повлиять на Обоснованную стоимость. Эти потенциальные воздействия могут облекаться в различные правовые формы и инициироваться или по выбору Фонда, или автоматически в ответ на некоторые события, или по выбору другой стороны. Перечислим основные статьи:

- опционы на покупку акций и warrants;
- меры против размывания капитала;
- условия передачи акций управляющим;

- конвертируемые долговые обязательства;
- преимущественные права при ликвидации;
- обязательства на последующие Инвестиции капитала.

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

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

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

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

Несмотря на все вышеперечисленное, рассматривая воздействие, оказываемое преимущественными правами при ликвидации, Оценщику следует учитывать степень вероятности получения Фондом договорных прав, касающихся этих преимуществ. На практике можно и не воспользоваться этими преимуществами в полном объеме, в особенности, если это может отразиться на других инвесторах, участвующих в продаже (таких как существующая управляющая команда), которые могут столкнуться из-за этого с уменьшением сумм дохода на свои Инвестиции.

Поддерживающие организации

AFIC (www.afic.asso.fr)

Французская Ассоциация Венчурного Инвестирования

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

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

AIFI (www.aifi.it)

Итальянская Ассоциация Прямое и Венчурное Инвестирования

AIFI была организована в мае 1986 г. с целью пропаганды, развития и официального представительства в Италии деятельности в области прямого и венчурного инвестирования. Ассоциация является некоммерческой организацией, главными целями которой являются: создание благоприятного правового климата для прямого и венчурного инвестирования; анализ итальянского рынка прямых инвестиций с накоплением статистических данных; организация семинаров по бизнесу и специализированных курсов для институциональных инвесторов и для людей, интересующихся рабочей деятельностью в этом секторе; публикация научных статей по отдельным вопросам рынка прямых инвестиций; построение стабильных и прочных взаимоотношений с прочими национальными ассоциациями венчурного инвестирования и ключевыми фигурами международного рынка

прямых инвестиций. Для того чтобы успешно заниматься всей этой деятельностью, AIFI может опираться как на своих постоянных штатных сотрудников, так и на различные рабочие комитеты, созданные с целью изучения отдельных вопросов и проектов.

AMEXCAP (www.amexcap.com)

Мексиканская Ассоциация Прямого Инвестирования

AMEXCAP является некоммерческой организацией, созданной в 2003 году, представляющей интересы фондов прямых и венчурных инвестиций, активно занимающихся инвестиционной деятельностью в Мексике. Кроме того, другие организации, которые играют важную роль в этом секторе, являются членами Ассоциации – такие как крупнейшие консалтинговые и юридические фирмы, работающие в Мексике.

AMIC

Марокканская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

AMIC является независимой некоммерческой организацией, которая была создана в 2001 году со следующими целями:

- Развитие в Марокко индустрии прямых и венчурных инвестиций;
- Поддержка лучших приемов деятельности, прозрачности и ответственности в среде профессионалов;
- Создание наиболее благоприятного правового и финансового окружения путем лоббирования интересов индустрии в политических кругах;
- Представление и защита профессиональных интересов своих членов;
- Поддерживание связей с ключевыми игроками индустрии, предпринимателями и СМИ;
- Обеспечение проведения исследований и получения информации по индустрии;

- Обучение и тренинг профессионалов-практиков;
- Укрепление сетевых контактов между своими членами и другими заинтересованными сторонами.

В состав АМІС, офис которой находится в Касабланке, входят 10 членов, представляющих подавляющее большинство игроков в сфере прямого и венчурного инвестирования Марокко.

APCRI (www.apcri.pt)

Португальская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

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

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

Деятельность APCRI охватывает весь спектр прямого инвестирования – от венчурного капитала (от посевной и стартап стадий до стадии капитала развития) до разного рода выкупов.

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

Предоставление статуса ассоциированных членов касается тех фирм, которые инвестируют непосредственно в форме прямых инвестиций в акционерный капитал, но для которых это не является основным видом деятельности; консультативных фирм, имеющих

опыт работы с прямыми инвестициями; а также образовательных или исследовательских учреждений, близко связанных с этой индустрией.

APEA

Ассоциация Прямого Инвестирования Арабских Государств

APEA является единственной связанной с данной индустрией пан-арабской ассоциацией, средства на которую предоставлены Социально-экономическим Советом Лиги Арабских Государств. APEA была создана для решения проблем, встающих перед фирмами прямых инвестиций и венчурными капиталистами в арабском мире. APEA считает, что прямые инвестиции и венчурный капитал могут явиться важными катализаторами реализации инвестиционных возможностей, увеличения инвестиционных потоков и наивысших достижений в сфере бизнеса в различных отраслях промышленности арабских стран. Основной миссией APEA является повышение роли этой молодой, но быстро растущей индустрии в арабском мире и укрепление позиций прямого инвестирования на развивающемся рынке арабских государств.

ASCRI (www.ascr.org)

Испанская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

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

Ассоциация содействует развитию и анализу информации в секторе прямых и венчурных инвестиций в Испании, а также обеспечивает контакты между официальными организациями, инвесторами, профессиональными советниками, школами бизнеса и другими подоб-

ными учреждениями. В конце мая месяца 2005 г. ASCRI включала в себя 84 полноправных члена и 28 ассоциированных членов.

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

ATIC

Тунисская Ассоциация Венчурного Инвестирования

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

Следующая задача ATIC – создание для своих членов соответствующей среды для установления деловых контактов, взаимного обмена информацией и опытом в развитии бизнеса, с тем чтобы помочь участникам индустрии Туниса находить более развитые технологические проекты и устанавливать более прочные союзнические отношения со своими североафриканскими и европейскими партнерами.

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

AVCA (www.avcanet.com)

Африканская Ассоциация Венчурного Инвестирования

AVCA представляет индустрию прямого и венчурного инвестирования Африки. AVCA была организована в 2002 г., и ее головной офис находится в г. Яунде, Камерун. В состав членов AVCA входят и представители всего Африканского континента, и участники из других стран. Целями AVCA являются: представлять указанную индустрию как в Африке, так и за рубежом; стимулировать рост и распространение этой индустрии по всей Африке; способствовать установлению профессиональных взаимоотношений и кооперации; предоставлять возможности для повышения квалификации работников этой сферы и проведения научных исследований; публиковать и распространять информацию, добиваясь понимания этой индустрии; посылать политическим деятелям предложения по поводу улучшения корпоративной, финансовой и правовой среды для индустрии; поддерживать высокие этические и профессиональные стандарты и содействовать повышению уровня управления среди инвесторов, портфельных компаний и других участников. Деятельность AVCA охватывает организацию ежегодных отраслевых конференций, выпуск ежеквартальных информационных бюллетеней, создание исследовательских, учебных и пропагандистских программ.

AVCAL (www.avcal.com.au)

Австралийская Ассоциация Венчурного Инвестирования

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

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

AVCO (www.avco.at)

Австрийская Организация Прямого и Венчурного Инвестирования

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

- Она выступает в качестве владеющего знаниями партнера и независимого источника информации для журналистов, предпринимателей, потенциальных инвесторов, частных и государственных учреждений, а также для международных организаций, заинтересованных в австрийской индустрии прямых инвестиций, ее развитии, структуре и деятельности.
- Она действует как официальный представитель индустрии, принимая активное участие в усовершенствовании политики в отношении налогового, правового и экономического окружения в тесном контакте с политиками.
- Будучи проактивной связеобразующей ассоциацией, Организация стимулирует как кооперацию внутри самой индустрии, так и взаимодействия с игроками из других областей, направленные на усиление притока информации и создание систем обучения.
- Дополнительно, AVCO играет роль интерфейса для международного обмена опытом, информацией и знаниями с другими европейскими ассоциациями прямого и венчурного инвестирования, с Европейской Комиссией и другими имеющими к этому отношению организациями, с тем чтобы внедрить в австрийскую практику лучшие примеры организации работы мировой индустрии прямого и венчурного инвестирования.

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

BVA (www.bva.be)

Бельгийская Венчурная Ассоциация

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

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

BVCA (www.bvca.co.uk)

Британская Ассоциация Венчурного Инвестирования

BVCA представляет около 170 находящихся в Соединенном Королевстве фирм прямого и венчурного инвестирования – подавляющее большинство подобных фирм в Соединенном Королевстве. BVCA является общественным лицом этой отрасли, она предоставляет услуги своим членам, инвесторам и предпринимателям, а также правительству и средствам массовой информации.

BVK (www.bvk-ev.de)

Немецкая Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

BVK была организована в 1989 г. BVK представляет большинство фирм прямого и венчурного инвестирования Германии, а также подразделений иностранных фирм прямого и венчурного инвестирования, работающих в Германии. На 31 марта 2005 г. BVK являлась представителем более чем 180 компаний прямого и венчурного инвестирования. Кроме полноправного членства BVK предлагает участие в качестве ассоциированных членов компаниям и организациям, работающим в этом заслуживающем особого внимания секторе бизнеса, т.е. бухгалтерам, юристам, консультантам и т.д.

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

Поскольку все больше и больше проявляется интереса к вопросам венчурных и прямых инвестиций в акционерный капитал в сфере науки и научных исследований. BVK поддерживает университеты, колледжи и их учащихся в их научно-исследовательской деятельности и решении разных задач.

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

CVCA (www.cvca.ca)

Канадская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования

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

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

CVCA (www.cvca.com.hk)

Китайская Ассоциация Венчурного Инвестирования

Китайская Ассоциация CVCA является состоящей из членов коммерческой организацией, созданной для поддержки интересов и развития индустрии венчурного капитала (ВК) и прямых инвестиций (ПИ) в Регионе Большого Китая. В настоящее время CVCA включает в себя около 100 фирм-членов, которые в совокупности управляют капиталом в фондах ВК и ПИ на сумму более 100 миллиардов долларов.

Фирмы-члены CVCA обладают богатым и давним опытом в сфере ПИ и ВК в мировом масштабе и осуществили много успешных инвестиций в различные сектора промышленности в Китае, включая

сектора ИТ, телекоммуникаций, бизнес-услуг, СМИ и развлечений, биотехнологий, потребительских товаров и общего производства.

Миссия CVCA – развивать понимание важности ВК и ПИ как для жизнеспособности экономики Большого Китая, так и для глобальной экономики; содействовать выработке политических решений, благоприятствующих развитию индустрии ВК и ПИ; вырабатывать и удерживать высокий уровень этических профессиональных стандартов; содействовать развитию кооперации и обмена опытом среди своих членов; предоставлять инвесторам ПИ и ВК данные исследований, публикации по вопросам индустрии и возможности для профессионального роста.

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

CVCA (www.cvca.cz)

Чешская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования

Чешская Ассоциация CVCA является ассоциацией, представляющей компании, работающие в секторе прямого и венчурного инвестирования в Чешской Республике. В состав CVCA входят как полноправные члены (менеджеры Фондов прямых и венчурных инвестиций), так и ассоциированные члены (компании, предоставляющие консультативные услуги для индустрии прямых и венчурных инвестиций). По данным на май 2005 г., CVCA имеет 14 полноправных членов и 16 ассоциированных членов.

Приоритетными направлениями деятельности CVCA являются следующие: повышение уровня знаний о предмете прямых/венчурных инвестиций среди предпринимателей, государственной администрации и широкой общественности; привлечение внимания к интересам членов CVCA во время контактов с правительственными и другими государственными органами; обеспечение наличия в Чешской Республике информации об индустрии прямого и венчурного инвестирования; обеспечение платформы для дискуссий между членами CVCA.

DVCA (www.dvca.dk)

Датская Ассоциация Венчурного Инвестирования

DVCA является ассоциацией, цель которой – укрепление предприятий ее членов, их общности и компетенции. В состав DVCA входят самые разные инвесторы высокотехнологического сектора Дании. В сферу интересов этой организации входят все типы инвестирования, начиная от индивидуальных бизнес-ангелов и фирм венчурного инвестирования до фондов прямых инвестиций и институциональных инвесторов.

DVCA была организована в 2000 г., и в 2004 г. слилась с бывшей Датской организацией бизнес-ангелов. Ассоциация располагается по адресу Old Stock Exchange, Slotsholmsgade, Copenhagen.

EMPEA (www.empea.net)

Ассоциация Прямого Инвестирования Развивающихся Рынков

EMPEA является организацией с широкой географией своих членов, созданной для служения интересам фирм прямого и венчурного инвестирования, оперирующих на развивающихся рынках Азии, Восточной Европы, Африки, Латинской Америки и Ближнего Востока.

Ассоциация считает, что прямое инвестирование может генерировать большие доходы для инвесторов, выступая в то же время как

основной движитель экономического роста на этих рынках. Несмотря на существенные различия между отдельными регионами развивающихся рынков, фирмы прямых инвестиций имеют дело с важными общими для них проблемами и возможностями. В программу ЕМРЕА входит организация конференций, предоставление площадок для установления деловых контактов, обмена знаниями и опытом среди участников индустрии прямого и венчурного инвестирования, исследовательская работа, ежеквартальные публикации и пропаганда.

Для осуществления своей миссии Ассоциация работает в тесном сотрудничестве с национальными и региональными ассоциациями венчурного инвестирования. Штаб-квартира Ассоциации находится в Вашингтоне, США.

EVCA (www.evca.eu)

Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

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

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

Деятельность EVCA охватывает весь спектр прямых инвестиций – венчурные инвестиции (посевные, стартовые и капитал развития) и различные виды выкупов.

FVCA (www.fvca.fi)

Финская Ассоциация Венчурного Инвестирования

В 2005 году FVCA отпраздновала 15-летнюю годовщину своей деятельности. Ассоциация является некоммерческой организацией, представляющей интересы индустрии венчурного и прямого инвестирования Финляндии. Основная миссия FVCA – стимулировать и развивать эту индустрию в Финляндии. Главные задачи – общественная работа, лоббирование, установление деловых контактов и обмен опытом, а также исследовательская работа.

В состав FVCA входят 43 полноправных члена. Среди них представлены почти все финские компании венчурного и прямого инвестирования. Полное членство является привилегией венчурных инвесторов и рискованных финансистов, представляющих частный и государственный инвестиционный капитал, кэптивные фонды и корпоративные венчурные организации. К тому же, в состав FVCA входят 68 ассоциированных членов. Ассоциированными членами могут стать организации и отдельные лица, проявляющие интерес к индустрии венчурного и прямого инвестирования.

GVCA (www.gulfvca.org)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Стран Персидского Залива

GVCA является некоммерческой ассоциацией, представляющей интересы индустрии венчурных и прямых инвестиций, базирующейся в Королевстве Бахрейн и обслуживающей весь регион Персидского Залива. Ее основные функции заключаются в содействии развитию культуры рискованных инвестиций, выработке соответствующих знаний и умений, помощи в установлении деловых контактов и обмене опытом, предоставлении информации и статистических данных. Миссия Ассоциации – служить интересам индустрии и способствовать ее развитию в регионе.

Цели:

1. Продвигать и пропагандировать индустрию венчурных и прямых инвестиций, как способствующую экономическому росту региона.
2. Способствовать установлению деловых контактов, обмену знаниями и опытом среди участников индустрии.
3. Собирать и распространять статистические данные и прочую информацию в среде индустрии.
4. Разработать и внедрить профессиональный и этический кодексы поведения своих организаций-членов.
5. Поддерживать профессиональный рост и обучение.

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

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

HKVCA (www.hkvca.com.hk)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Гонконга

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

120 членов HKVCA заняты на всех уровнях деятельности в сферах венчурного инвестирования, капитала расширения и выкупов в Ки-

тае, Японии, Корее, Австралии, Тайване, Таиланде, Сингапуре и на других азиатских рынках.

HKVCA активно занимается продвижением индустрии венчурного инвестирования в качестве финансового и делового партнера компаний, а также созданием окружения, благоприятствующего установлению прочных партнерских связей. HKVCA отдает много сил достижению на рынке высокого уровня профессиональных стандартов с целью упрочения доверия инвесторов к этому классу активов.

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

HVCA (www.hvca.hu)

Венгерская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

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

HVCA была основана в 1991 г. и с тех пор значительно выросла: от начального числа пяти своих членов до 26 полноправных членов, 29 ассоциированных членов и 9 индивидуальных членов.

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

ILPA (www.ilpa.org)

Ассоциация Институциональных Инвесторов с Ограниченной Ответственностью

ILPA является некоммерческой организацией, занимающейся оказанием услуг инвесторам – партнерам с ограниченной ответственностью, работающим в рамках глобальной индустрии прямых инвестиций. Эта помощь заключается в организации форумов, на которых решаются вопросы установления взаимно обогащающих рабочих связей, улучшения уровня подготовки кадров в данном классе активов, внедрения научных исследований и стандартизации в среде индустрии прямых инвестиций.

Первоначально организованная как неформальная объединенная группа, ILPA является добровольной организацией, финансируемой своими членами. В состав ILPA входят более 138 членов – организаций из 10 стран, под управлением которых находятся активы, суммарно исчисляемые более чем двумя триллионами долларов США. Члены ILPA управляют капиталом в составе прямых инвестиций на общую сумму более чем 300 миллиардов долларов США. Головной офис Ассоциации находится в Торонто, Канада.

В состав членов ILPA входят корпоративные и общественные пенсионные фонды, благотворительные фонды и фонды пожертвований, страховые компании и другие институциональные инвесторы, занимающиеся прямыми инвестициями в акционерный капитал. Раз в полгода ILPA организует конференции для своих членов.

IVCA (www.ivca.ie)

Ирландская Ассоциация Венчурного Инвестирования

IVCA является организацией, представляющей индустрию венчурного капитала Ирландии. Ассоциация была организована в 1985 г. с целью представления интересов ее членов и развития индустрии венчурного инвестирования в Ирландии. Мы стремимся поощрять кооперацию и лучшие примеры работы в этой отрасли, а также помогать тем, кто нуждается в венчурном капитале. IVCA проводит

постоянную работу с этими лицами и организациями, занимаясь созданием экономического и регуляторного климата, способствующего росту и развитию экономики предпринимательства.

LAVCA (www.lavca.org)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Латинской Америки

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

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

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

LVCA (www.lvca.lv)

Латвийская Ассоциация Венчурного Инвестирования

С целью ускорения развития сектора венчурного капитала в Латвии, шесть крупнейших компаний, работающих в этом индустриальном секторе Латвии, основали общественную организацию – Латвийскую Ассоциацию Венчурного Инвестирования. Основателями Ассоциации являются компании, управляющие инвестиционными фондами различных объемов и предназначения.

NVCA выполняет целый ряд функций: информирует бизнесменов и общество о возможностях венчурного капитала, способствует переменам в точках зрения и опыте своих членов, представляет мнения и интересы своих членов на переговорах с представителями властей, организует и поддерживает кооперацию с ассоциациями венчурного инвестирования – как международными, так и других стран.

NVCA (www.nvca.no)

Норвежская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования

NVCA является некоммерческой ассоциацией, поддерживающей интересы компаний, работающих в норвежской индустрии. NVCA была основана в 2001 году и сегодня представляет интересы около 40 работающих в Норвегии фирм прямого и венчурного инвестирования, что является подавляющим большинством таких фирм в Норвегии. Двадцать ассоциированных членов являются представителями сферы услуг для этой индустрии – это юридические, консультативные, инвесторские и корпоративные финансовые компании.

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

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

NVCA, таким образом, является общественным лицом данной индустрии, оказывающим услуги своим членам, инвесторам и предпринимателям, а также государству и СМИ.

NVP (www.nvp.nl)

Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования Нидерландов

NVP работает в интересах компаний прямых инвестиций в Нидерландах. Целями NVP являются: в кооперации с правительством работать над разработкой адекватной системы управления для сектора прямых инвестиций и его клиентов; информировать предпринимателей и бизнесменов о финансовых возможностях прямых инвестиций в акционерный капитал, информировать инвесторов о характеристиках прямых инвестиций как класса активов; повышать осведомленность общества и улучшать общественный имидж прямых инвестиций в целях достижения вышеупомянутых целей; способствовать дальнейшему поднятию уровня профессионализма в секторе прямых инвестиций.

NVP имеет около 50 полноправных членов и 50 ассоциированных членов. Члены NVP отвечают за 95% от числа прямых инвестиций и около 85% от суммарного инвестированного капитала в Нидерландах.

PPEA (www.ppea.org.pl)

Польская Ассоциация Прямого Инвестирования

PPEA объединяет фонды прямого и венчурного инвестирования, работающие в Польше. Предназначением PPEA, организованной в январе 2002 г., является распространение и развитие индустрии прямых и венчурных инвестиций в Польше и представление интересов польского сообщества прямых и венчурных инвестиций в Польше и за рубежом. В состав PPEA входит 51 организация: 29 полноправных членов, представляющих большинство фирм прямых инвестиций, работающих в Польше, и 22 ассоциированных члена, являющихся юридическими и консалтинговыми компаниями, работающими на эту индустрию. Под управлением полноправных членов находится капитал на сумму более 4.5 млрд евро, и в их портфелях в настоящее время находится около 300 польских компаний и более 50 компаний из других государств Центральной и Восточной Европы.

РРЕА организовала ряд комитетов для работы над вопросами своей политики и выработки практических действий. Эти комитеты объединяют полноправных членов и ассоциированных членов, представляющих каждый свою профессиональную область. На сегодняшний день РРЕА имеет комитеты, работающие над следующими темами: корпоративное управление, вопросы права и лоббирования, пенсионные фонды и другие внутренние инвесторы, финансирование малых и средних предприятий и инновации, а также вопросы статистики.

Reseau Capital (www.reseaucapital.com)

Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования Квебека

Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования Квебека насчитывает в своем составе более 500 членов, включающих в себя компании государственного и частного венчурного инвестирования и фирмы профессиональных услуг в этой области.

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

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

RVCA (www.rvca.ru)

Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

RVCA (РАВИ) была создана в 1997 году. Центральный офис РАВИ находится в Санкт-Петербурге. В настоящий момент РАВИ объединяет 39 полных и 34 ассоциированных члена, среди которых: управляющие компании, фонды прямых и венчурных инвестиций, ведущие консалтинговые компании, сети бизнес-ангелов, а также организации поддержки инновационной деятельности и финансовых рынков.

РАВИ является членом Европейской Ассоциации Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA), входит в Совет Национальных Венчурных Ассоциаций Европейских стран, имеет прямые контакты со всеми зарубежными венчурными ассоциациями.

Задачей РАВИ является содействие становлению и развитию рынка прямых инвестиций и венчурного капитала в России.

Целями РАВИ являются следующие: формирование в России политического и предпринимательского климата, благоприятного для инвестиционной деятельности; представление интересов членов РАВИ в органах власти и управления, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри страны и за рубежом; информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского венчурного рынка; развитие системы образования для подготовки современных управленческих кадров, как для инновационных компаний, так и для венчурных фондов.

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

SAVCA (www.savca.co.za)

Южноафриканская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования

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

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

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

SECA (www.seca.ch)

Швейцарская Ассоциация Прямого и Корпоративного Инвестирования

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

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

Ассоциация является некоммерческой организацией и в своей деятельности преследует следующие цели: пропагандировать деятельность в сферах корпоративных финансов и прямых инвестиций среди общественности и целевых организаций, способствовать обмену идеями и кооперации между членами, помогать повышению уровня профессиональных знаний среди своих членов и их клиентов, представлять интересы и мнения свои членов в дискуссиях с правительственными и иными органами, устанавливать и поддерживать этические и профессиональные стандарты.

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

SLOVCA (www.slovca.sk)

Словацкая Ассоциация Венчурного Инвестирования

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

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

SVCA (www.svca.se)

Шведская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

В число членов SVCA входят около 110 фирм прямого инвестирования, бизнес-ангелов и сервисных организаций. Швеция является одним из ведущих рынков прямого инвестирования, и среднегодовой объем прямых инвестиций составляет более 1% от национального ВВП.

Ассоциация была организована в 1985 году, и деятельность ее была направлена на улучшение работы индустрии прямых инвестиций в Швеции. Эта цель достигалась путем предоставления информации и работы над повышением профессионального уровня работников индустрии. SVCA стремится распространять информацию о том, как функционирует индустрия и какие условия необходимо создавать, чтобы предприниматели и инвесторы объединенными усилиями

ями смогли помочь развитию шведской экономики и промышленности, необходимого для будущего процветания страны. Мы также сообщаем примеры того, как инвестиции в фонды прямого инвестирования уже давно приносят хорошую прибыль пенсионным фондам и другим институциональным инвесторам.

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



EUROPEAN
PRIVATE EQUITY &
VENTURE CAPITAL
ASSOCIATION

Bastion Tower, Place du Champ de Mars 5,
B-1050 Brussels Belgium
Тел.: +32 2 715 00 20 Факс: +32 2 725 07 04
e-mail: info@evca.eu website: www.evca.eu



РОССИЙСКАЯ
АССОЦИАЦИЯ
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО
ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Россия, 194156, Санкт-Петербург,
пр. Энгельса, д. 27, корп. 12В, офис 208
Тел.: +7 (812) 326 61 80 Факс: +7 (812) 326 61 91
e-mail: rvca@rvca.ru website: www.rvca.ru