



Научно-практическая конференция
“Управление активами: условия
стабильного развития бизнеса”

Ялта, 7 - 10 июня 2007 г.

Зачем украинским венчурным фондам международные отраслевые стандарты

Александр Мертенс

Международный институт бизнеса

iib.com.ua

Что общего между украинскими и зарубежными венчурными фондами, помимо слова «венчурный»?

- Какой *имидж* нужен украинским венчурным фондам?
 - «внутренний оффшор», схема ухода от налогов
 - институт, обеспечивающий финансирование бизнеса, экономический рост и создание рабочих мест

Стратегия для отрасли

- Интеграция в мировую отрасль прямых инвестиций
- Принятие международных стандартов на уровне отрасли
- Развитие лучших технологий отрасли прямых инвестиций внутри страны

В чем состоят стандарты?

- Принципы поведения в отрасли
- Принципы корпоративного управления
- Правила отчетности
- Рекомендации по оценке активов

Отраслевые стандарты (EVCA)

http://www.evca.com/html/PE_industry/IS.asp

- EVCA Code of Conduct
- EVCA Governing Principles
- EVCA Corporate Governance Guidelines
- EVCA Reporting Guidelines
- International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines

Принципы управления (Governing Principles)

- Закон
 - Оператор фонда должен обеспечить выполнение нормативных требований в юрисдикции, в которой фонд зарегистрирован и во всех юрисдикциях, в которых фонд осуществляет деятельность и получает финансирование
- Контракт
 - Оператор фонда должен обеспечить выполнение всех условий контрактов между фондом и инвесторами
- Честность
 - Оператор фонда должен управлять бизнесом честно
- Мастерство, забота, усердие
 - Оператор фонда должен управлять им с надлежащим мастерством, заботой и усердием

Принципы управления (Governing Principles)

- Адекватность ресурсов
 - Оператор фонда должен обеспечить адекватный уровень финансовых и операционных ресурсов для деятельности фонда
- Интересы инвесторов
 - Оператор фонда должен оказывать должное внимание инвесторам, рассматриваемым как группа
- Прозрачность
 - Оператор фонда должен оказывать должное внимание информированию инвесторов, ясно и честно предоставляя им адекватную информацию
- Конфликт интересов
 - Оператор фонда должен стремиться разрешать конфликты интересов, как между ним и инвесторами, так и между разными инвесторами и группами инвесторов
- Активы инвесторов
 - Оператор фонда должен обеспечить адекватную защиту активов инвесторов

Кодекс поведення EVCA

1. Членство в EVCA передбачає підтримку розвитку прямих інвестицій, удосконалення технології та зростання продуктивності, створення підприємницьких можливостей в ЄС.
2. Члени EVCA ведуть свій бізнес відповідально та не здійснюють дій, які могли б пошкодити іміджу та інтересам галузі прямих інвестицій.
3. Члени EVCA забезпечують високу якість своїх інвестиційних портфелів та уникать фінансування підприємств або виконання дій, протилежних цим цілям. Вони дотримуються довготривалого погляду на економіку та галузь прямих інвестицій, а не займаються короткотривалими спекуляціями.
4. Кожен член EVCA просуває етичні стандарти поведінки та чесно веде справи з усіма підприємствами, зацікавленими в його підтримці, з усіма компаніями, яким він надає та від яких отримує фінансування, а також з іншими компаніями в галузі прямих інвестицій.

Кодекс поведення EVCA

5. Члены EVCA не раскрывают третьим сторонам какую-либо конфиденциальную, финансовую или техническую информацию, полученную в ходе переговоров с потенциальными получателями инвестиций, или в процессе ведения дел с получателями инвестиций без явного разрешения.
6. Член EVCA не имеет права порочить или необоснованно критиковать другого члена.
7. Фонд прямых инвестиций может быть использован для обеспечения благосостояния его директоров, менеджеров, работников, представителей **исключительно** на основе результатов деятельности фонда в соответствии с компенсационными контрактами.
8. В случае, когда два или более членов участвуют в финансировании, спонсирующий член как и все участвующие члены, обязаны раскрыть партнерам все известные им факты о предложенной компании, ее менеджерах, директорах, акционерах, работниках, представителях.
9. Члены EVCA не принимают инвестиционный капитал из неизвестных источников и не управляют значительными объемами теневого капитала

Кодекс поведення EVCA

10. Члены отчитываются перед своими инвесторами, предоставляя им полные финансовые и операционные отчеты.
11. Член не пользуется преимуществами своего положения в EVCA
12. Неэтичным поведением считается любые средства направленные на сокрытие действий, несоответствующих данному Кодексу или другим документам ассоциации.
13. Члены EVCA обязуются следовать Кодексу поведення, а также всем правилам и предписаниям Комитета по Профессиональным Стандартам, утвержденным Советом ассоциации.

Оценка активов: концепция справедливой стоимости (fair value)

- **Справедливая стоимость** – сумма, за которую актив может быть продан (куплен) при осуществлении в ближайшее время добровольной сделки между осведомленными сторонами

Принципы оценки

- Инвестиции должны представляться по их справедливой стоимости на дату отчета
 - В отсутствие активного рынка данного актива, справедливая стоимость оценивается используя одну из методик оценивания
- Выбор методологии для оценивая справедливой стоимости должен исходить из природы инвестиции, существенных фактов и обстоятельств, в контексте всего портфеля. Оценка должна основываться на обоснованных данных и рыночных параметрах, предположениях и оценках
 - Основой оценки в контексте прямых инвестиций должна быть оценка предприятия в целом

Процедура оценки

- Оценить стоимость предприятия на основании одной из методик оценки
- Скорректировать стоимость на дополнительные активы или обязательства, и другие релевантные факторы
- Вычесть из полученной стоимости все финансовые инструменты, обладающие преимущественными правами по отношению к инструментам в портфеле фонда, получив валовую отнесенную стоимость (Gross Attributable Enterprise Value)
- Применить соответствующий дисконт за отсутствие рыночности, получив чистую отнесенную стоимость
- Разделить полученную чистую стоимость между финансовыми инструментами в соответствии с их рангом
- Рассчитать стоимость вложений фонда в предприятие пропорционально владению каждым инструментом

Если справедливая стоимость не может быть оценена

- В качестве оценки используется оценка справедливой стоимости на предыдущую дату оценки, за исключением случаев, когда есть основания полагать, что стоимость за прошедшее время снизилась

Методики оцнки

- Цена последних по времени инвестиций
- Мультипликаторы показателей прибыли (P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA)
- Чистые активы
- Дисконтированные денежные потоки бизнеса
- Дисконтированные денежные потоки проекта
- Отраслевые эталонные оценки

Стандарты определения доходности фонда

- IRR – ставка дисконта, уравнивающая суммарную приведенную стоимость выплат с суммарной приведенной стоимостью инвестированных средств плюс приведенная стоимость нереализованных инвестиций (стоимость чистых активов)
- IRR характеризует среднегодовой темп прироста средств, вложенных в фонд
- Согласно рекомендациям (стандартам) EVCA, IRR рассчитывается исходя из месячного базового периода

Расчет IRR

- *Чистый* IRR рассчитывается после ликвидации всех инвестиций и выплат денег инвесторам
- *Промежуточный* IRR рассчитывается на основе оценки стоимости чистых активов и может рассматриваться только как приблизительный индикатор чистого IRR
- Цели расчета IRR:
 - Оценка способности менеджера фонда находить инвестиционные возможности, управлять ими и реализовывать их:
 - уровень 1: только по реализованным инвестициям
 - уровень 2: по всем инвестициям,
 - Оценка эффективности инвестиций для инвестора, с учетом всех затрат (уровень 3)

Уровень 1 – Валовая отдача на реализованные инвестиции

- Рассчитывается на основании *фактических* денежных потоков между фондом и объектами инвестиций
- В отдельных случаях может учитываться частичная реализация
 - Напр., если полученные доходы от реализации составляют более 30% от инвестированных средств
 - По всем случаям частичной реализации, включенной в расчет отдачи по реализованным инвестициям, должна быть раскрыта вся необходимая информация

Уровень 2 – валовая отдача на все ИНВЕСТИЦИИ

- Учет выплат (инвестиций) и доходов (реализация, дивиденды, проценты, возврат долга) между фондом и:
 - Полностью реализованными проектами
 - Частично реализованными проектами
 - Нереализованными проектами
- Учет оценочной стоимости нереализованного портфеля

Уровень 3 – Чистая отдача для инвестора

- Учитывает денежные потоки между фондом и инвестором, за исключением:
 - Вознаграждения управляющего
 - Платы за управление
 - Других затрат, оплачиваемых управляющим за счет средств фонда
- Учет оценочной стоимости нереализованного портфеля за исключением оценочного размера вознаграждения управляющего