

03, март 2016

УДК 336.64

Основы РЕ. РЕ как экономическое явление

Фетисов А. Н., бакалавр

Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н. Э. Баумана,
кафедра «Финансы»

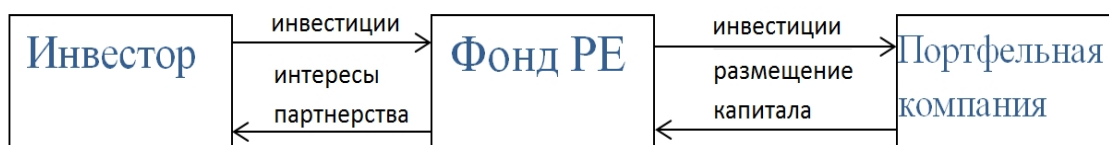
Научный руководитель: Бородин Д. В., к. э. н., доцент
Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н. Э. Баумана,
кафедра «Финансы»

angolenko@ibm.bmstu.ru

Определение

С каждым годом фонды частных инвестиций (*private equity firms*; далее – фонды РЕ) становятся все более значимыми в мировой экономике. Они могут как инвестировать средства в фирмы венчурного капитала (объект инвестиций – малоразвитые фирмы), так и осуществлять сделки финансируемого выкупа (объект инвестиций – более развитые фирмы).

Схема, представленная на рисунке, поможет лучше понять процесс осуществления частного инвестирования.



Портфельные компании – те компании, в которые инвестируют фонды РЕ (объект инвестиций).

Фонд РЕ – посредник в сделке (см. рис. 1).

Инвестор (владелец частного капитала) – внешний инвестор, который инвестирует в компанию, предложенную фондом РЕ.

Источники создания стоимости в РЕ

Считается, что фонды РЕ способны увеличивать стоимость портфельных компаний быстрее и эффективнее, чем публичные фирмы. Основанием так полагать является следующее:

1. *Способность фондов РЕ реорганизовать компанию и управлять ей более эффективно.*

Для этих целей в фондах частных инвестиций существует штат опытных генеральных и финансовых директоров, которые сотрудничают с менеджерами портфельных компаний и консультируют их.

2. *Способность получать финансирование на более выгодных условиях.*

С 2006 г. до середины 2007 г. наличие дешевых кредитов позволило фондам РЕ использовать заемное финансирование в большинстве сделок финансируемого выкупа. Кредиты в фондах РЕ используются максимально эффективно и напрямую влияют на показатель EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации).

Основное утверждение теоремы Модильяни-Миллера гласит, что использование левериджа при оценке фирмы неприемлемо. Однако снижение налоговых выплат при использовании заемных средств (налоговый щит) увеличивает стоимость фирмы. Большие суммы заемного финансирования могут повышать стоимость компании и в случаях фондов частных инвестиций, а, поскольку данные фирмы имеют репутацию эффективных и платежеспособных, все опасения, вызванные их высоким левериджем развеиваются.

Считается, что использование кредитов стимулирует портфельные компании распоряжаться деньгами максимально эффективно, так как процент по займам придется выплачивать в любом случае.

Большая часть заемного финансирования для фондов РЕ поступает с рынка синдицированных кредитов, затем займы реорганизуются и продаются как обеспеченные кредитные облигации (CLOs). Фонды РЕ также могут выпускать высокодоходные бонды, которые реорганизуются в обеспеченные долговые облигации (CDOs). Такие операции позволяют «переложить» риски на других участников рынка. Стоит отметить, что, начиная с 2007 года, рынки сбавили темпы своего роста, и возможностей для финансирования крупных сделок финансируемого выкупа стало гораздо меньше.

3. *Строгий баланс интересов управляющих и владельцев частных инвестиций.*

Далее этот пункт будет рассмотрен детально.

Методы достижения баланса интересов фондов РЕ и портфельных компаний

В большинстве сделок с участием частного капитала его (капитала) владелец и управляющий – одно лицо. Случаи, когда менеджеры имеют значительные доли в капиталах компаний, характерны для сделок финансируемого выкупа. При инвестировании же в фирмы венчурного капитала фонды РЕ прибегают к помощи третьих лиц. Но они (фонды РЕ) могут увеличить свою долю участия, если компания венчурного капитала не достигает целей.

В фондах РЕ менеджеры фокусируют свое внимание на долгосрочных целях, так как, в отличие от публичных компаний, фонды частных инвестиций не сталкиваются с критикой аналитиков, акционеров и т.д.

Механизмы контроля

Фонды РЕ используют различные механизмы для достижения баланса своих интересов с интересами менеджеров портфельных компаний. В договоре в разделе индикативных условий финансирования (ИУФ) (*term sheet*) раскрываются следующие положения:

- *Компенсация.* Суть данного положения в том, что менеджеры портфельных компаний получают доход пропорционально эффективности фирмы. Контракт нацелен на стимулирование достижения целей фирмы.
- *Положения о требованиях совместной покупки/продажи (Tag-along, drag-along clauses):* При получении контроля над компанией приобретатель обязан предложить всем акционерам (включая менеджмент фирмы) продать свою долю.
- *Места в совете директоров (Board representation).* Данное положение гласит, что фонд РЕ должен контролироваться советом директоров при наступлении крупных событий (ИРО, ликвидация, банкротство и т.д.).
- *Положение о неконкуренции.* Основателям компании следует прописать положение, предотвращающее их конкуренцию с фирмой в течение определенного периода в целях максимизации эффективности фонда.
- *Порядок исполнения обязательств.* Фонды РЕ получают выгоды в первую очередь. Они также имеют преимущественное право на активы фирмы при ликвидации портфельной компании.
- *Требуемые утверждения/соглашения.* Любые изменения стратегии компании должны быть согласованы и утверждены фондом РЕ.

- *Выплаты.* Используются преимущественно в фирмах венчурного капитала. Выплаты зависят от цены приобретения, уплачиваемой фондом РЕ за будущие результаты портфельной компании за указанный период.

Риски и затраты при инвестировании в фонды РЕ

Постинвестиционные ожидания инвестора

После того, как фонд РЕ осуществил инвестиции, внешний инвестор хочет быть в курсе деятельности фирмы. Далее рассмотрим ситуации, которые могут ожидать инвестора.

Существует два больших различия между инвестированием в публичные компании и фонды РЕ. Во-первых, фонды формируются за счет частных инвестиций и только потом вкладываются в виде капитала в портфельные компании. В публичных фирмах сформированный капитал используется мгновенно. Во-вторых, доходность инвестиций РЕ в течение времени изменяется в соответствии с *J-кривой*. Поначалу доходность отрицательна, но после продажи портфельной компании доходность принимает положительное значение.

Инвестиции РЕ обычно подвержены жесткому регулированию, так как они доступны только квалифицированным инвесторам (в большинстве случаев, это либо финансовые институты, либо влиятельные бизнесмены). Такие меры применяются ввиду высоких рисков, связанных с инвестированием капитала, которые раскрываются в проспектах.

Риски инвестирования в РЕ

Далее представлена широкая классификация рисков РЕ: основной риск, риск инвестиционной стратегии, отраслевой риск, риск инвестиционных механизмов, региональный риск.

Составляющие основного риска

К составляющим данного типа риска можно отнести:

Риск ликвидности: Так как инвестиции РЕ торгуются непублично, бывает трудно найти покупателя или продавца инвестиций с определенными характеристиками (срок, объем и т. д.) и закрыть позицию.

Риск отсутствия котировок: Так как инвестиции РЕ не имеют публичных котировочных цен, они очень сложны в оценке (и сравнении) и поэтому являются более рисковыми, чем публично торгуемые ценные бумаги.

Риск конкуренции: Конкуренция в поиске частных инвестиций по приемлемым ценам может быть очень высока. Как уже говорилось ранее, данные инвестиции торгуются непублично, что затрудняет поиск подходящего контрагента.

Риск агента (человеческий фактор): В случаях неэффективной системы мотивации менеджеры портфельных компаний могут не действовать в интересах фонда РЕ и инвестора.

Капитальный риск: Развитие бизнеса и финансовые риски могут привести к изъятию капитала. К тому же портфельным компаниям может быть трудно получить дополнительное финансирование (опять же из-за трудностей в поиске контрагента).

Государственный (регуляторный) риск: Продукция портфельной компании может не соответствовать государственным нормам. В целях избегания подобного риска перед принятием инвестиционного решения следует досконально изучить законодательство того или иного региона.

Налоговый риск: Налоговый режим может меняться с течением времени, что заставит неоднократно корректировать как долгосрочные, так и оперативные планы деятельности компании.

Риск оценки: Как говорилось ранее, процесс оценки частных инвестиций очень сложен ввиду отсутствия публичных котировок, так что любая оценка данных инвестиций отражает лишь субъективное мнение.

Диверсификационный риск: Инвестору следует провести диверсификацию по стадиям развития, истории и стратегии РЕ.

Рыночный риск: Частный капитал подвержен долгосрочным изменениям процентных ставок, курса валюты и другим рыночным рискам. Это обязывает менеджеров пересматривать и корректировать план деятельности компании. Краткосрочные изменения обычно не являются влиятельным фактором.

Стоимость инвестирования РЕ

Затраты при инвестировании РЕ значительно выше, чем при торговле ценными бумагами. В стоимость входят:

Транзакционные издержки: Эти затраты включают в себя затраты на дью-дилидженс, банковское финансирование, затраты на юридические услуги при операциях поглощения и продажи портфельных компаний.

Затраты на инвестиционную кампанию по организации фонда (Investment vehicle fund setup costs): Затраты на юристов и другие издержки, связанные с организационными вопросами. Обычно амортизируются в течение жизни фонда.

Административные издержки: Списываются ежегодно и включают в себя затраты на кастодиана, трансферного агента и бухгалтерию (учет).

Затраты на аудит: Они фиксированы и списываются ежегодно.

Затраты на управление и поддержание производительности: Обычно выше, чем при других видах инвестирования, на 2 % - управленческие расходы, на 20 % - затраты на производительность.

Издержки «разбавления»: Дополнительное финансирование и предоставление менеджерам портфельных компаний опционов на акции приведет к разбавлению капитала. Это справедливо и для опционов, выпускаемых для фондов PE.

Комиссии за размещение (Placement fees): Агенты, увеличивающие размеры фондов, могут авансом взимать плату в размере 2 % или (ежегодно) агентское вознаграждение (*trailer fees*) (представляет собой процент от суммы, на которую был увеличен фонд партнером с ограниченной ответственностью).

Список литературы

- [1]. Fraser-Sampson G. Private Equity as an Asset Class. 2nd ed. England, Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2010. 280p.
- [2]. Cendrowski H. Private Equity: History, Governance, and Operations. 2nd ed. England, Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2012. 357p.
- [3]. Kocis J. M., Bachman J. C. IV, Long A. M. III, Nickels C. J. Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook. England, Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2009. 288p.
- [4]. Laffer A. B. The Private Equity Edge. US, New-York: The McGraw-Hill Companies, 2009. 448p.
- [5]. Anson M. Handbook of Alternative Assets. 2nd ed. England, Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2006. 720p.
- [6]. The O'Brien. Private Equity E-Book. Available at: <http://privateequityblogger.com/2008/11/private-equity-book.html>, accessed 10.06.2015.