

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ФОНДОВ, СОЗДАНЫХ ПО ДОГОВОРУ ИНВЕСТИЦИОННОГО ТОВАРИЩЕСТВА, В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Е. Ю. Макушина

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия
e-mail: makushinae@gmail.com

Аннотация. Национальная индустрия прямых и венчурных инвестиций находится на этапе становления. В 2011 г. был принят федеральный закон «Об инвестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. N 335-ФЗ, инкорпорируя возможность создания венчурных фондов в форме инвестиционного товарищества, которая по своей сути приближена к самой распространенной форме венчурного фонда – партнерству с ограниченной ответственностью. В отличие от международной практики, в РФ такая форма финансирования технологических компаний не получила широкого распространения, что, среди прочего, объясняется недостаточной разработанностью понятных и открытых широкому кругу инвесторов условий договора инвестиционного товарищества, а также отсутствием системы раскрытия информации инвесторам о деятельности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества: финансовых результатах, доходности фонда, инвестиционном портфеле, вознаграждении управляющего.

Цель статьи заключается в разработке предложений, способствующих повышению инвестиционной привлекательности и эффективности деятельности венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества.

Для достижения поставленной цели применялась следующая совокупность научных методов и приемов: классификация, индукция и дедукция, критический и логический анализ, обобщение, структуризация. Теоретико-методологической основой служат научные достижения зарубежных исследователей, законодательные акты РФ, а также международные документы, которые разрабатывают профессиональные ассоциации с целью улучшения инвестиционного климата в индустрии прямых и венчурных инвестиций. Новизна исследования представлена следующими результатами: были разработаны рекомендации по формированию условий договора инвестиционного товарищества в вопросах распределения прибыли венчурного фонда, вознаграждения управляющего товарища, которые позволят обеспечить понятные и прозрачные условия взаимодействия управляющих и инвесторов, а также отражают практическую значимость. Для обеспечения сопоставимости информации на макроуровне, раскрываемой инвестиционными фондами, выдвинуто предложение о подготовке отчета для инвесторов, используя один и перечисленных ниже документов: а) международные директивы по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях (International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines); б) рекомендации по раскрытию информации для инвесторов (Investor Reporting Guidelines).

Ключевые слова: венчурные фонды, инвестиционное товарищество, вознаграждение за успех, отчет для инвесторов.

Для цитирования: Макушина Е. Ю. Совершенствование организационно-правового обеспечения деятельности венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, в Российской Федерации // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2022. – № 5. – С. 47–57. <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2022-5-47>.

IMPROVEMENT OF ORGANIZATIONAL AND LEGAL SUPPORT OF VENTURE CAPITAL FUNDS CREATED UNDER INVESTMENT PARTNERSHIPS AGREEMENT IN THE RUSSIAN FEDERATION

E. Yu. Makushina

National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia
e-mail: makushinae@gmail.com

Abstract. Russia's private equity and venture capital industry is in the early stages of development. In 2011 the federal law on investment partnership (335-FZ) was enacted. It brought international best practices of collective

investments into Russian legal system by making it possible to create venture capital funds through investment partnership. This particular type of funds is the closest in substance to the most popular legal form of venture capital funds globally which is limited liability partnership.

Unlike international practice, in the Russian Federation this form of financing technology companies has not become widespread, which, among other things, is explained by the insufficient development of the terms of an investment partnership agreement that are understandable and open to a wide range of investors, as well as the lack of a system for information disclosure to investors about financial results, fund's return, investment portfolio information, fees, carried interest of a venture fund created by under an investment partnership agreement.

The purpose of the article is to develop proposals that help increase the investment attractiveness and efficiency of venture capital funds established under an investment partnership agreement.

To achieve this goal, the following set of scientific methods and techniques were used: classification, induction and deduction, critical and logical analysis, generalization, structuring. The theoretical and methodological basis is the scientific achievements of foreign researchers, legislative acts of the Russian Federation, as well as international documents that are developed by professional associations in order to improve the investment climate in the private equity and venture capital investment industry.

The novelty of the study is represented by the following results: recommendations were developed on the formation of the terms of an investment partnership agreement in matters of distribution of profits of a venture fund, remuneration of a managing partner, which will ensure clear and transparent conditions for interaction between managers and investors, and also reflect practical significance. In order to ensure comparability of information at the macro level, disclosed by investment funds, a proposal has been put forward to prepare a report for investors using one of the following documents: a) International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines; b) Investor Reporting Guidelines.

Key words: venture capital funds, investment partnership, carried interest, investor reporting.

Cite as: Makushina, E. Yu. (2022) [Improvement of organizational and legal support of venture capital funds created under investment partnerships agreement in the Russian Federation]. *Intellect. Innovacii. Investicii* [Intellect. Innovations. Investments]. Vol. 5, pp. 47–57. <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2022-5-47>.

Введение

Увеличение числа компаний, которые осуществляют технологические инновации, является одной из национальных целей развития Российской Федерации на период до 2024 года (Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 N 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года»)¹. Мировой опыт показывает, что крупнейшие технологические компании, которые на сегодняшний день являются лидерами по рыночной капитализации, в начале своего развития были стартапами, которые получили финансирование от венчурных фондов [33; 30; 34; 29]. В условиях внешнеполитического давления, которое сопровождается санкциями на импорт технологий, развитие высокотехнологичной и инновационной экономики является приоритетной задачей, которая, в том числе, может быть достигнута посредством развития венчурной экосистемы.

Национальная индустрия прямых и венчурных инвестиций находится на этапе становления. В 2011 г. был принят федеральный закон «Об ин-

вестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ², который привнес мировую практику реализации коллективных инвестиций в национальную правовую среду, инкорпорируя возможность создания венчурных фондов в форме инвестиционного товарищества, которая по своей сути приближена к партнерству с ограниченной ответственностью.

Количество фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества с момента принятия федерального закона № 335-ФЗ, составляет около 110³, из которых только 8 являются венчурными. В отличие от развитых стран, где наибольший объем и по капитализации, и по величине реализованных инвестиций приходится на частные венчурные фонды, созданные в форме партнерства с ограниченной ответственностью, в РФ государство остается главным игроком на рынке, а большинство венчурных инвестиций осуществляется через закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ).

Федеральный закон № 335-ФЗ определяет права и обязанности участников венчурного фонда, одна-

¹ Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 г. № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/43027> (дата обращения: 03.04.2022).

² Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122222/ (дата обращения: 03.04.2022).

³ Информация размещена на сайте Федеральной нотариальной палаты. URL: <https://notariat.ru/ru-ru/help/dogovory-investicionno-go-tovarishstva/> (дата обращения: 03.04.2022)..

ко некоторые условия ведения совместной деятельности устанавливаются договором инвестиционного товарищества, где, среди прочих, размер и порядок выплаты вознаграждения управляющему, механизм распределения прибыли⁴. Договор инвестиционного товарищества подлежит обязательной нотариальной регистрации, но при этом является внутренним документом, содержание которого не представлено в открытом доступе.

Текущая ситуация свидетельствует об отсутствии прозрачного и понятного инвесторам принципа взаимодействия участников инвестиционного товарищества, что отрицательно влияет на доверие инвесторов и снижает инвестиционную привлекательность такой формы финансирования инновационных компаний.

Потребность экономики в долгосрочных инвестициях привела к тому, что в правовом поле намечаются структурные изменения⁵, которые приближают национальную систему функционирования индустрии прямых и венчурных инвестиций к традиционной для развитых рынков капитала модели, где основным источником финансирования инноваций являются средства институциональных инвесторов [21, с. 4].

Многолетний зарубежный опыт финансирования технологичных стартапов венчурными фондами, созданными через партнерство с ограниченной ответственностью, свидетельствует о положительном влиянии прозрачной системы раскрытия информации инвесторам в вопросах компенсации управляющих, результатов деятельности, стратегии инвестирования на повышение доверия инвесторов⁶. С точки зрения автора, повышение инвестиционной привлекательности венчурных фондов может быть достигнуто, с одной стороны, использованием стандартизированной формы партнерских соглашений; с другой – представлением «отчета для инвесторов».

В этой связи исследование зарубежной системы взаимодействия управляющих фондами и инвесторов позволит разработать положения договора инвестиционного товарищества, которые обеспечат прозрачность в вопросах распределения прибыли и вознаграждения управляющего, а также механизм раскрытия информации в отчете для инвесторов.

Изложенное выше определило цель статьи – на основе зарубежного опыта разработать предложения, способствующие развитию системы финанси-

рования технологических компаний венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества.

Обзор литературы

Анализ русскоязычных академических работ показал, что исследовательский интерес сосредоточен на выявлении факторов развития технологических компаний [3; 2; 6; 12]; оценки предпринимательской активности [11; 7; 8], уделяется внимание оценке эффективности государственной поддержки инновационных компаний [9; 10]. Однако остаются недостаточно освещенными в научной литературе вопросы, связанные с функционированием венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, что во многом обусловлено национальной спецификой реализации венчурных инвестиций через закрытые паевые инвестиционные фонды и поддержки технологических компаний через государственные институты.

«В зарубежных эмпирических работах предметом активных дискуссий является исследование условий партнерского соглашения между участниками венчурных фондов, созданных через партнерство с ограниченной ответственностью, которые влияют на финансовые результаты фонда [19; 16; 27; 23; 20; 26]. Исследователи пришли к выводу, что система распределения заработанной фондом прибыли, модель компенсации услуг управляющих венчурным фондом оказывают непосредственное влияние на доходность венчурных фондов [24; 36; 32; 17; 28; 25; 37].

В ряде публикаций поднимается проблематика оппортунистического поведения управляющих венчурными фондами, которая вызвана нарушением условий партнерского соглашения или обусловлена отсутствием в партнерском соглашении положений, ограничивающих возможное влияние управляющих на финансовые результаты. Например, управляющие в период создания венчурного фонда и привлечения капитала могут либо использовать агрессивные методы оценки активов под управлением, что приводит к завышению стоимости чистых активов фонда [27; 26; 20; 18], либо выбирать время для создания нового фонда, когда доходность по текущим портфелям (фондам, которые существуют под управлением венчурной компании на момент создания нового партнерства) находится на пике, что приводит к неоправданно высоким

⁴ Статья 5. Об инвестиционном товариществе: Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ.

⁵ Перечень поручений по итогам встречи с ведущими российскими инвесторами. 2020. URL: <http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/63142> (дата обращения: 12.04.2022).

⁶ Lerner J., Leamon A., Garcia-Robles S. Best practice in creating a venture capital ecosystem // Multilateral Investment Fund Member of the IDB Group. – 100 p; p. 13 <https://publications.iadb.org/publications/english/document/Best-Practices-in-Creating-a-Venture-Capital-Ecosystem.pdf>

показателям эффективности деятельности управляющих [13; 15]. Также ученые отмечают, что управляющие могут выходить из инвестиций, игнорируя возможность будущего роста стоимости компании, входящей в инвестиционный портфель, с целью получения ликвидности для возврата вложенного капитала инвесторам, а следовательно, обеспечения доходности фонда [23, с. 971].

Главный партнер (венчурная компания) может оказывать влияние на менеджмент портфельных компаний, используя положение в совете директоров последних. В свою очередь, партнеры с ограниченной ответственностью не имеют достаточных ресурсов для оценки качества финансовых результатов или контроля за процедурой проведения оценки стоимости портфельных компаний [15]. Исследователи [19; 16] подчеркивают, что «асимметрия информации, возникающая между управляющими и инвесторами, объясняется страновой спецификой, системой правового регулирования, устоявшейся практикой раскрытия информации» [5, с. 115–118].

Выводы, полученные в эмпирических работах, подтверждают значимость установления прозрачных и понятных условий взаимодействия между участниками венчурного фонда, как и необходимость их выполнения, что будет снижать агентский риск и элиминировать возможность оппортунистического поведения управляющих венчурными фондами. Зарубежный опыт может быть использован при структурировании договора инвестиционного товарищества в рамках национального правового поля, условия которого будут прозрачными и понятными широкому кругу инвесторов.

Способы снижения агентского риска

Механизм осуществления венчурных инвестиций через партнерство с ограниченной ответственностью подробно рассматривается в работах [4; 5]. Исследователи выделяют два способа снижения агентского риска.

Первый способ предполагает участие управляющего венчурным фондом (главного партнера) в формировании величины зарезервированного капитала – пула денежных средств, который будет направлен на инвестирование в потенциально прибыльные компании [24]. Выполнение данного условия предполагает, что главный партнер будет управлять фондом в интересах всех участников.

Следует заметить, федеральный закон № 335-ФЗ устанавливает права и обязанности участников инвестиционного товарищества, среди которых обя-

занность каждого участника внести вклад в общее дело; право на получение части прибыли от совместной инвестиционной деятельности, пропорционально стоимости внесенного им вклада; право на возврат средств, вложенных в общее имущество⁷. Следовательно, данный способ элиминирования агентского риска обеспечивается требованиями федерального закона.

Второй способ заключается в формировании в партнерском соглашении прозрачного механизма компенсации услуг главного партнера за управление венчурным фондом [32]. Как было отражено выше, размер и порядок выплаты вознаграждения управляющему товарищу устанавливается в инвестиционном договоре, условия которого не раскрываются в публичном доступе, что обуславливает исследовательский интерес к зарубежной практике.

Механизмом стимулирования эффективной работы главного партнера является возможность получения им «вознаграждения за успех» (carried interest). Вознаграждение за успех позволяет управляющему фондом участвовать в распределении заработанной за отчетный год прибыли, если обеспечивается доходность выше рынка – пороговая доходность (hurdle rate), которую также называют привилегированной доходностью (preferred return)⁸ при распределении прибыли фонда.

Значение пороговой доходности устанавливается на уровне, превышающем безрисковую ставку доходности, что компенсирует временную стоимость денежных средств, вложенных участниками венчурного фонда [17; 34]. В случае, если пороговая доходность не была достигнута, то вознаграждение за успех не выплачивается. Зачастую, величина вознаграждения за успех устанавливается на уровне 20% от заработанной фондом прибыли в отчетном периоде [36; 22].

Формирование условий договора инвестиционного товарищества

Используются две модели расчета и последующей выплаты вознаграждения за успех, которые напрямую связаны с порядком распределения заработанной фондом прибыли, установленным в партнерском соглашении. Первая модель основывается на принципе «фонд как целое», ее использование распространено в странах Европейского Союза (European «whole fund» waterfalls). Вторая модель «по каждой сделке» преобладает среди американских венчурных фондов (American «Deal-by-deal» waterfalls) [25, с. 3–4].

⁷ Статья 3. Об инвестиционном товариществе: Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ.

⁸ BVCA (2002) Limited Partnership Agreement. Explanatory Notes. 27 p. URL: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf> (accessed: 13.04.2022), с. 8, далее BVCA (2002).

Для того, чтобы продемонстрировать отличие в двух моделях, предположим, что у фонда есть две портфельные компании, одна из которых принесла положительную доходность, а вторая – отрицательную, то есть итоговая доходность равна нулю. При условии распределения прибыли фондом, исходя из модели «фонд, как целое», главный партнер не обеспечил общую положительную доходность фонда, поэтому не заработал вознаграждение за успех. Использование модели распределения прибыли «по каждой сделке» обеспечила бы возможность главному партнеру получить вознаграждение при выходе фонда из первой инвестиции, несмотря на наличие отрицательной доходности по второй инвестиции.

Одной из самых значимых в профессиональном сообществе организаций, которая выпускает стандартизированные модели партнерского соглашения, является «Ассоциация институциональных партнеров с ограниченной ответственностью»⁹. Модели партнерского соглашения разрабатываются на основе принципов, которые аккумулировали лучшую мировую практику – «Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners»¹⁰. Изложенное выше обуславливает целесообразность анализа двух моделей партнерских соглашений, разработанных ILPA, в которых основной отличительной чертой является система распределения заработанной прибыли, а, следовательно, выплаты вознаграждения управляющему фондом.

*Первая модель «фонд как целое» (whole fund)*¹¹ предполагает начисление и выплату вознаграждения за успех главному партнеру только после того, как партнерам с ограниченной ответственностью полностью были возвращены вложенные ими в фонд средства как по реализованным, так и нереализованным инвестициям, а также выплачен привилегированный доход¹².

При такой модели, зачастую, устанавливается условие «догнать» (catch-up provision), которое обеспечивает возможность главному партнеру участвовать в распределении привилегированного дохода, если была достигнута доходность фонда, превышающая значение привилегированной ставки.

После возврата вложенных средств и выплаты привилегированного дохода партнерам с ограниченной ответственностью, сначала выплачивается

на пропорциональной основе привилегированный доход управляющим фондом, оставшаяся часть распределяется между главным партнером и партнерами с ограниченной ответственностью в пропорции 20 к 80, соответственно.

На основании изложенного выше разработаем модель «фонд как целое» для распределения прибыли венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества:

- 100% возврат всем товарищам вложенных в общее дело средств;
- выплата привилегированного дохода, величина которого ежегодно рассчитывается от суммы невыплаченного (непогашенного) остатка вложенных средств;
- выплата привилегированного дохода уполномоченному управляющему товарищу, если в договоре инвестиционного товарищества определено условие «догнать»;
- распределение оставшейся величины заработанной прибыли между уполномоченным управляющим товарищем и остальными участниками инвестиционного товарищества в пропорции 20 к 80.

Использование представленной выше модели при формировании условий договора инвестиционного товарищества позволит его участникам быстрее возвращать вложенные в венчурный фонд средства ввиду того, что выплата вознаграждения за успех откладывается во времени. В такой конфигурации условия договора обеспечивают большую защиту интересов инвесторов.

Вторая модель «по каждой сделке» (deal-by-deal) обеспечивает возможность участия главного партнера в распределении прибыли от реализации каждой инвестиции до того, как будет возвращена общая величина вложенных средств партнерам с ограниченной ответственностью [31, с. 6].

Формирование условий договора с применением модели «по каждой сделке», в отличие от предыдущей, позволяет главному партнеру получать стимулирующие выплаты (вознаграждение за успех) на протяжении всей жизни фонда, что обеспечивает большую мотивацию со стороны главного партнера. Более того, в эмпирических работах показано, что большую доходность показывают фонды, в которых условиями партнерского соглашения установлено распределение прибыли «по каждой сделке» [25; 36].

⁹ The Institutional Limited Partners Association – ILPA, далее по тексту ILPA.

¹⁰ ILPA. (2019) Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners. 44 p. URL: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf (accessed: 12.04.2022).

¹¹ ILPA. (2020) The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Whole of Fund Version). Term Sheet Summary of the Model LPA. 15 p. URL: <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/07/ILPA-Model-LPA-Term-Sheet-WOF-Version.pdf> (accessed: 13.04.2022).

¹² BVCA (2002) с. 9.

В июле 2020 г. ILPA выпустила обновленную версию партнерского соглашения¹³, которая обязует главного партнера участвовать в понесенных фондом убытках и обеспечивает возврат большей доли внесенного капитала партнерами с ограниченной ответственностью до момента выплаты вознаграждения за успех. Главный партнер, во-первых, обязан за счет полученной прибыли от инвестиции восстановить убытки от обесценивания нереализованных активов и убытки от списания инвестиций; во-вторых, возместить величину всех расходов, понесенных фондом до настоящего момента, а не части расходов, относящихся к реализованной портфельной компании, как было в предыдущей версии партнерского соглашения.

При использовании такой модели в партнерском соглашении предусматривается условие возврата ранее полученного вознаграждения за успех (clawback provisions), если по истечению срока действия партнерского соглашения (или ликвидации фонда) не обеспечивается возврат вложенных средств и получение доходности, установленной в партнерском соглашении. Зачастую, величина обязательств по возврату ранее выплаченного вознаграждения устанавливается на уровне 50% от полученной суммы, очищенной от налога, которую заплатил главный партнер [37].

На основании изложенного предложим модель «по каждой сделке» для распределения прибыли венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества:

- возврат участникам инвестиционного товарищества:
 - величины вложенных средств в инвестицию, которая была реализована с прибылью; а также вложенных в общее дело средств по другим реализованным инвестициям, пропорционально доле их участия;
 - возмещение убытков от снижения стоимости (обесценивания) нереализованных инвестиций, а также от списания инвестиций, которые были зафиксированы на момент проведения последней процедуры оценки стоимости портфельных компаний;
 - возмещение всем участникам инвестиционного товарищества части вложенных в общее дело средств пропорционально доле их участия из прибыли при выходе из портфельной компании, для возмещения операционных расходов фонда, понесенных на отчетную дату;
- выплата привилегированного дохода, величина которого ежегодно рассчитывается от суммы невыплаченного (непогашенного) остатка вложенных средств;

- выплата привилегированного дохода уполномоченному управляющему товарищу, если в партнерском соглашении установлено условие «догнать»;

- распределение оставшейся величины заработанной прибыли между уполномоченным управляющим товарищем и остальными участниками инвестиционного товарищества в пропорции 20 к 80.

Таким образом, представленные выше рекомендации в отношении условий распределения заработной фондом прибыли при формировании договора инвестиционного товарищества позволяют его участникам сделать обоснованный выбор.

Система раскрытия информации инвесторам

Привлечение инвестиций в наукоемкие отрасли для развития малого бизнеса в инновационных секторах экономики невозможно без повышения уровня доверия со стороны инвесторов, которое достигается не только наличием законодательных актов, защищающих их интересы, но и обеспечивается прозрачностью раскрываемой информации. При реализации совместной деятельности по договору инвестиционного товарищества всем сторонам необходимо располагать информацией об эффективности управления фондом, о величине и характере вознаграждения управляющего фонда, об инвестиционной стратегии фонда. В РФ отсутствуют единые стандарты, обеспечивающие механизм раскрытия информации венчурными фондами, что отрицательно влияет на доверие инвесторов и препятствует притоку инвестиций в экономику страны.

На развитых рынках капитала инвестиционные фонды, осуществляющие экономическую деятельность в сегменте альтернативных инвестиций, раскрывают информацию в «отчете для инвесторов» (investor reporting). Для обеспечения инвесторов сопоставимой (стандартизированным контентом), достоверной и полной информацией о деятельности фондов управляющие фондом при подготовке «отчета для инвесторов» используют либо установленные на законодательном уровне «директивы», либо на добровольной основе применяют рекомендации, разработанные профессиональными ассоциациями, в зависимости от региональной принадлежности или требований регуляторов.

Рекомендации для представления информации в «отчете для инвесторов», которым на добровольной основе следуют участники рынка, разрабатывают негосударственные профессиональные организации, представляющие интересы всех во-

¹³ ILPA. (2020) The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Deal-by-Deal Waterfall). с. 3.

влеченных в процесс инвестирования сторон. Целесообразность их использования заключается в стандартизации контента, который обеспечивает инвесторов фонда необходимой информацией для выполнения фидуциарных обязанностей¹⁴.

Отметим два документа, один из которых используется на международном уровне – «Международные директивы по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях»¹⁵ (International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines – IPEV IRG, 2012); другой применяется на региональном уровне – в Европейском Союзе – «Рекомендации по раскрытию информации для инвесторов» (Investor Reporting Guidelines – IRG, 2018).

Названные выше документы вобрали в себя лучшую отраслевую практику, носят рекомендательный характер, предназначены управляющими (general partner) фондами прямых и венчурных инвестиций для подготовки и представления «отчета для инвесторов»¹⁶. Исследуем основные разделы «отчета для инвесторов», предложенные в названных выше документах.

IPEV IRG (2012) рекомендуют формировать отчет для инвесторов, систематизируя и представляя информацию в следующих разделах: информация о фонде (fund information); информация для инвесторов (investor information); вознаграждение главного партнера и операции по связанным сторонам (fees, carried interest and related party transaction information); информация об инвестиционном портфеле (investment portfolio information)¹⁷.

В свою очередь, Investor Reporting Guidelines (2018) предлагают следующую структуру отчета для инвесторов: информация о фонде (Fund Overview); основные аспекты деятельности (Executive Summary); статус фонда (Fund Performance Status); вознаграждение управляющих и операционные расходы фонда (GP Fees, Carried Interest and Fund Operating Expenses); операции со связанными сторонами и конфликт интересов (Related Party Transactions and Conflicts of Interest), финансовая отчетность фонда (Fund Financial Statements)¹⁸. Систематизируем информацию и представим ее в табличном виде (таблица 1).

Таблица 1. Рекомендации для формирования содержательной части отчета для инвесторов

	International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines (2012)	Investor Reporting Guidelines (2018)
1.	Информация о фонде	Информация о фонде
2.	Информация для инвесторов	Основные аспекты деятельности
3.	Вознаграждение главного партнера и операции со связанными сторонами	Статус фонда
4.	Информация об инвестиционном портфеле	Вознаграждение управляющих и операционные расходы фонда
5.		Операции со связанными сторонами и конфликт интересов
6.		Финансовая отчетность фонда

Источник: разработано автором

Можно заметить, что отдельным блоком раскрывается информация о вознаграждении управляющих фондами, что подтверждает значимость данного вопроса для инвесторов и согласуется с выводами, полученными выше.

Для привлечения инвестиций в экономику страны важно обеспечить потенциальных инвесторов надежной, полезной и сопоставимой информацией, что может быть достигнуто, в том числе, с помощью добровольного применения фондами прямых

¹⁴ Invest Europe. Investor Reporting Guidelines. (2018). 37 p. URL: <https://www.investeurope.eu/media/2634/ie-investor-reporting-guidelines.pdf> (accessed: 11.04.2022), с. 13, далее по тексту IRG (2018).

¹⁵ Invest Europe. Investor Reporting Guidelines. (2018). 37 p. URL: <https://www.investeurope.eu/media/2634/ie-investor-reporting-guidelines.pdf> (accessed: 11.04.2022), далее по тексту IRG (2018).

¹⁶ IPEV IRG (2012), с. 79.

¹⁷ IPEV. International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines. October 2012. 30 p. URL: https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/ipev_reporting_guidelines_ed_october_2012.pdf (accessed: 13.04.2022), с. 11 далее по тексту IPEV IRG (2012).

¹⁸ IRG (2018), с. 74.

и венчурных инвестиций рекомендаций для раскрытия информации в формате, используемом на развитых рынках капитала.

Выводы

В результате проведенного исследования были разработаны рекомендации по формированию условий договора инвестиционного товарищества в вопросах распределения прибыли венчурного фонда, вознаграждения управляющего товарища, которые позволят обеспечить понятные и прозрачные усло-

вия взаимодействия управляющих и инвесторов.

Для обеспечения сопоставимости информации на макроуровне, раскрываемой инвестиционными фондами, выдвинуто предложение о подготовке **отчета для инвесторов**, используя один из перечисленных ниже документов: а) Международные директивы по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях (International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines); б) Рекомендации по раскрытию информации для инвесторов (Investor Reporting Guidelines).

Литература

1. Анализ факторов конкурентоспособности отечественных высокотехнологичных компаний / А. В. Барина [и др.] // Инновации. – 2015. – № 3 (197). – С. 25–31.
2. Барина А. В., Еремкин В. А., Земцов С. П. Факторы развития инновационных компаний на ранних стадиях // Государственное управление. Электронный вестник. – 2015. – № 49. – С. 27–51.
3. Земцов С. П., Чернов А. В. Какие высокотехнологичные компании в России растут быстрее и почему // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2019. – № 1(41). – С. 68–99. <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2019-41-1-3>.
4. Макушина Е. Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. – 2016. – Т. 10. – № 3 (39). – С. 83–99.
5. Макушина Е. Ю. Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. – 2022. – № 2. – С. 113–129. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-2-113-129>.
6. Медовников Д. С., Оганесян Т. К., Розмирович С. Д. Кандидаты в чемпионы: средние быстрорастущие компании и программы их поддержки // Вопросы экономики. – 2016. – № 9. – С. 50–66.
7. Образцова О. И. Межрегиональные сопоставления ранней предпринимательской активности россиян в терминах пространственной статистики // Вестник университета. Теоретический и методический журнал (ГУУ). – 2013. – № 17. – С. 139–148.
8. Образцова О. И., Полякова Т. Н., Поповская Е. В. Выбор источника инвестиций ранним предпринимателем в переходной экономике: возможности прогнозирования // Форсайт. – 2017. – № 11 (3). – С. 71–81. <https://doi.org/10.17323/2500-2597.2017.3.71.81>.
9. Симачев Ю. В., Кузык М. Г. Влияние государственных институтов развития на инновационное поведение фирм: качественные эффекты // Вопросы экономики. – 2017. – № 2. – С. 109–135. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-2-109-135>.
10. Симачев Ю. В., Кузык М. Г. Государственная поддержка предприятий: бенефициары и эффекты // Вопросы экономики. – 2020. – № 3. – С. 63–83. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-3-63-83>.
11. Чепуренко А. Ю., Галицкий, Е. Б., Духон, А. Б., Ослон, А. А. Государственная политика в отношении малого предпринимательства в период пандемии в оценках бенефициаров // Вопросы государственного и муниципального управления. – 2021. – № 4. – С. 66–89.
12. Юсупова А. Т., Халимова С. Р. Характеристики, особенности развития, региональные и отраслевые детерминанты высокотехнологичного бизнеса в России // Вопросы экономики. – 2017. – № 12. – С. 142–154.
13. Barber V. M., Yasuda A. (2017) Interim fund performance and fundraising in private equity. *Journal of Financial Economics*. Vol. 24, Is.1 pp. 172–194. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.001> (In Eng.).
14. Barg J., Drobetz W., Momtaz P. (2021) Valuing start-up firms: A reverse-engineering approach for fair-value multiples from venture capital transactions. *Finance Research Letters*. Vol. 43(C). No. 102008. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102008> (In Eng.).
15. Brown G. W., Gredil O. R., Kaplan S. N. (2018) Do private equity funds manipulate reported returns? *Journal of Financial Economics*. Vol. 132. No 2, pp. 267–297. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.011> (In Eng.).
16. Chakraborty I., Ewens M. (2018) Managing performance signals through delay: Evidence from venture capital. *Management Science*. Vol. 64. No 6, pp. 2875–2900. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2662> (In Eng.).
17. Cheung J., Corrado C. (2009) Valuation and incentive effects of hurdle rate executive stock options. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 32. No 3, pp. 269–285. <https://doi.org/10.1007/s11156-008-0093-8> (In Eng.).

18. Cumming D. J., Grilli L., Murtinu S. (2017) Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 42(C), pp. 439–459. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016> (In Eng.).
19. Cumming D. J., Walz U. (2010) Private equity returns and disclosure around the world. *Journal of International Business Studies*. Vol. 41, pp. 727–754. (In Eng.).
20. Cumming D. J., Dai N. (2010) Hedge fund regulation and misreported returns. *European Financial Management*. Vol. 16, pp. 829–857. (In Eng.).
21. Divakaran S., McGinnis P., Masood S. (2014) Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance. The World Bank. Capital Markets Practice. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17714> (accessed: 13.03.2022). (In Eng.).
22. Fleischer V. (2008) Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. *New York University Law Review*. Vol. 83. No 1, pp. 55. (In Eng.).
23. Fried J. M., Ganor M. (2006) Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups. *New York University Law Review*. Vol. 81, pp. 967–1025. (In Eng.).
24. Gompers P. et al. (2020) How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*. Vol. 135. No 1, pp. 169–190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011> (In Eng.).
25. Hüther N. et al. (2019) Paying for Performance in Private Equity: Evidence from Venture Capital Partnerships. *Management Science*. Vol. 66. No. 4, pp. 1509–1782. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3274> (In Eng.).
26. Jelic R., Zhou D., Ahmad W. (2020) Do Stressed PE Firms Misbehave? *Journal of Corporate Finance*. URL: <https://ssrn.com/abstract=3744998> (accessed: 13.03.2022). (In Eng.).
27. Jenkinson T., Sousa M., Stucke R. (2013) How fair are the valuations of private equity funds? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2229547> (In Eng.).
28. Johan S., Zhang M. (2020) Information asymmetries in private equity: Reporting frequency, endowments, and governance. *Journal of Business Ethics*. Vol. 174, pp. 199–220. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04558-6> (In Eng.).
29. Kaplan S. N., Lerner J. (2010) It ain't broke: the past, present, and future of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 22. No. 2, pp. 36–47. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00272.x> (In Eng.).
30. Lerner J., Nanda R. (2020) Venture capital's role in financing innovation: what we know and how much we still need to learn. *National Bureau of Economics Research*. Working Paper No 27492. <https://doi.org/10.3386/w27492> (In Eng.).
31. Marrs N., Hellebusch L., Das K. Variations in Structuring “Whole Fund” and “Deal by Deal” Carried Interest or Promote in Real Estate Funds and Joint Ventures // *The Real Estate Finance Journal*. – 2009. – Vol. 24. – No 4. – pp. 5–15. URL: <https://www.kirkland.com/siteFiles/Publications/8D341009F2A6FCFEC975F8DC5B655D5B.pdf> (accessed: 13.03.2022). (In Eng.).
32. McCahery J. A., Vermeulen E. (2013) Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting. *Corporate Finance & Governance eJournal*. Law Working Paper N 213/2013. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2215896> (In Eng.).
33. Metrick A., Yasuda A. (2010) Economics of private equity funds. *Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*. Vol. 23. No 6, pp. 2303–2341. <https://doi.org/10.1093/RFS/HHQ020> (In Eng.).
34. Nigro C. A., Stahl J. R. (2021) Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections. *European Business Organization Law Review*. Vol. 22, pp. 39–86. <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00196-7> (In Eng.).
35. Puri M., Zarutskie R. (2012) On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital-financed firms. *Journal of Finance*. Vol. 67. No 6, pp. 2247–2293. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01786.x> (In Eng.).
36. Robinson D. T., Sensoy, B. A. (2013) Do private equity fund managers earn their fees? compensation, ownership, and cash flow performance. *The Review of Financial Studies*. Vol. 26, Is. 11, pp. 2760–2797. (In Eng.).
37. Schell J. M. (2016) Private equity funds: Business structure and operations. New York: Law Journal Press, 12th ed, 1798 p. (In Eng.).

References

1. Barinova, V. et al. (2015) [Analysis of Factors of Competitiveness of Domestic High-Tech Companies]. *Innovatsij [Innovations]*. Vol. 3. No 197, pp. 25–31. (In Russ.).
2. Barinova, V., Eremkin, V., Zemtsov, S. (2015) [Factors of Innovative Companies Development at Early Stages]. *Gosudarstvennoe upravlenie. Jelektronnyj vestnik [Public administration. E-Journal]*. Vol. 49, pp. 27–51 (In Russ.).

3. Zemcov, S., Chernov, A. (2019) [Which high-tech companies in Russia are growing faster and why]. Zhurnal Novoi jekonomicheskoi associacii [Journal of the New Economic Association]. Vol. 41. No 1, pp. 68–99. (In Russ.).
4. Makushina, E. (2016) [Do the statutory types of venture investments in Russia's regulated market conform to their economic essence?] Korporativnye finansy [Journal of Corporate Finance]. Vol. 3. No 39, pp. 83–99. (In Russ.).
5. Makushina, E. (2022) [Disclosure by venture capital funds formed under investment partnership agreement]. Finansovyy zhurnal [Financial journal]. Vol. 2, pp. 143–159. (In Russ.).
6. Medovnikov, D., Oganessian, T., Rozmirovich, D. (2016) [Candidates for the Championship: Medium-Sized High Growth Companies and State-Run Programs for their Support]. Voprosi ekonomiki [Economic issues]. Vol. 9, pp. 50–66. (In Russ.).
7. Obraztsova, O. (2013) [Interregional comparisons of the early entrepreneurial activity of Russians in terms of spatial statistics]. Vestnik universiteta. Teoreticheskij i metodicheskij zhurnal (GUU) [Bulletin of the University. Theoretical and methodical journal (GUU)]. Vol. 17, pp. 139–148. (In Russ.).
8. Obraztsova, O., Polyakova, T., Popovskaya, E. (2017) [The choice of funding sources for startups in a transitional economy: The ability to predict in a national context]. Forsajt [Foresight]. Vol. 11. No 3, pp. 71–81. <https://doi.org/10.17323/2500-2597.2017.3.71.81> (In Russ.).
9. Simachev, Y., Kuzyk, M. (2020) [State support of enterprises in Russia: Beneficiaries and effects]. Voprosy Ekonomiki [Economic issues]. Vol. 3, pp. 63–83. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-3-63-83> (In Russ.).
10. Simachev, Y., Kuzyk, M. (2017) [The impact of state development institutions on the innovative behavior of firms: qualitative effects]. Voprosy Ekonomiki [Economic issues]. Vol. 2, pp. 109–135. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-2-109-135> (In Russ.).
11. Chepurenko, A., Galicki, E., Duhon, A., Oslon, A. (2021) [State policy on small business during the pandemic as assessed by beneficiaries]. Voprosy gosudarstvennogo i municipal'nogo upravlenija [Issues of State and Municipal Administration]. Vol. 4, pp. 66–89.
12. Yusupova, A., Halimova, S. (2017) [Characteristics, Features of Development, Regional and Sectoral Determinants of High-Tech Business in Russia]. Voprosy Ekonomiki [Economic issues]. Vol. 12, pp. 142–154. (In Russ.).
13. Barber, B., Yasuda, A. (2017) Interim fund performance and fundraising in private equity. Journal of Financial Economics. Vol. 24, pp. 172–194. (In Eng.).
14. Barg, J., Drobotz, W., Momtaz, P. (2021) Valuing start-up firms: A reverse-engineering approach for fair-value multiples from venture capital transactions. Finance Research Letters. Vol. 43. No. 102008. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102008> (In Eng.).
15. Brown, G., Gredil, O., Kaplan, S. (2018) Do private equity funds manipulate reported returns? Journal of Financial Economics. Vol. 132. No 2, pp. 267–297. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.011> (In Eng.).
16. Chakraborty, I., Ewens, M. (2018) Managing performance signals through delay: Evidence from venture capital. Management Science. Vol. 64. No 6, pp. 2875–2900. (In Eng.).
17. Cheung, J., Corrado, C. (2009) Valuation and incentive effects of hurdle rate executive stock options. Review of Quantitative Finance and Accounting. Vol. 32. No 3, pp. 269–285. <https://doi.org/10.1007/s11156-008-0093-8> (In Eng.).
18. Cumming, D. J., Grilli, L., Murtinu, S. (2017) Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. Journal of Corporate Finance. Vol. 42, pp. 439–459. (In Eng.).
19. Cumming, D., Walz, U. (2010) Private equity returns and disclosure around the world. Journal of International Business Studies. Vol. 41, pp. 727–754. (In Eng.).
20. Cumming, D., Dai, N. (2010) Hedge fund regulation and misreported returns. European Financial Management. Vol. 16, pp. 829–857. (In Eng.).
21. Divakaran, S., McGinnis, P., Masood, S. (2014) Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance. The World Bank. Capital Markets Practice. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17714> (accessed: 13.03.2022). (In Eng.).
22. Fleischer, V. (2008) Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. New York University Law Review. Vol. 83. No 1, pp. 55. (In Eng.).
23. Fried, J., Ganor, M. (2006) Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups. New York University Law Review. Vol. 81, pp. 967–1025. (In Eng.).
24. Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S., Strebulaev I. (2020) How Do Venture Capitalists Make Decisions? Journal of Financial Economics. Vol. 135. No 1, pp. 169–190. (In Eng.).
25. Hüther, N., Robinson, D., Sievers, S., Hartmann-Wendels, T. (2019) Paying for Performance in Private Equity: Evidence from Venture Capital Partnerships. Management Science. Vol. 66. No. 4, pp. 1509–1782. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3274> (In Eng.).

26. Jelic, R., Zhou, D., Ahmad, W. (2020) Do Stressed PE Firms Misbehave? *Journal of Corporate Finance*. URL: <https://ssrn.com/abstract=3744998> (accessed: 13.03.2022). (In Eng.).
27. Jenkinson, T., Sousa, M., Stucke, R. (2013) How fair are the valuations of private equity funds? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2229547> (In Eng.).
28. Johan, S., Zhang, M. (2020) Information asymmetries in private equity: Reporting frequency, endowments, and governance. *Journal of Business Ethics*. Vol. 174, pp. 199–220. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2229547> (In Eng.).
29. Kaplan, S., Lerner, J. (2010) It ain't broke: the past, present, and future of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 22. No. 2, pp. 36–47. (In Eng.).
30. Lerner, J., Nanda, R. (2020) Venture capital's role in financing innovation: what we know and how much we still need to learn. National Bureau of Economics Research. Working Paper No 27492. (In Eng.).
31. Marrs, N., Hellebusch, L., Das, K. (2009) Variations in Structuring “Whole Fund” and “Deal by Deal” Carried Interest or Promote in Real Estate Funds and Joint Ventures. *The Real Estate Finance Journal*. Vol. 24. No 4, pp. 5–15. URL: <https://www.kirkland.com/siteFiles/Publications/8D341009F2A6FCFEC975F8DC5B655D5B.pdf> (accessed: 13.03.2022). (In Eng.).
32. McCahery, J., Vermeulen, E. (2013) Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting. *Corporate Finance & Governance eJournal*. Law Working Paper N 213/2013. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2215896> (In Eng.).
33. Metrick, A., Yasuda, A. (2010) Economics of private equity funds. *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies. Vol. 23. No 6, pp. 2303–2341. <https://doi.org/10.1093/RFS/HHQ020> (In Eng.).
34. Nigro, C., Stahl, J. (2021) Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections. *European Business Organization Law Review*. Vol. 22, pp. 39–86. <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00196-7> (In Eng.).
35. Puri, M., Zarutskie, R. (2012) On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital-financed firms. *Journal of Finance*. Vol. 67. No 6, pp. 2247–2293. (In Eng.).
36. Robinson, D., Sensoy, B. (2013) Do private equity fund managers earn their fees? compensation, ownership, and cash flow performance. *The Review of Financial Studies*. Vol. 26, pp. 2760–2797. (In Eng.).
37. Schell, J. (2016) *Private equity funds: Business structure and operations*. New York: Law Journal Press, 12th ed, 1798 p. (In Eng.).

Информация об авторе:

Елена Юрьевна Макушина, старший преподаватель школы финансов факультета экономических наук, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия
Author ID (РИИЦ): 3617-2880, **ORCID ID:** 0000-0002-8985-4058, **Researcher ID:** C-5693-2017
e-mail: makushinae@gmail.com

Статья поступила в редакцию: 10.05.2022; принята в печать: 19.08.2022.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

Information about the author:

Elena Yuryevna Makushina, Senior Lecturer, School of Finance, Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia
Author ID (RSCI): 3617-2880, **ORCID ID:** 0000-0002-8985-4058, **Researcher ID:** C-5693-2017
e-mail: makushinae@gmail.com

The paper was submitted: 10.05.2022.

Accepted for publication: 19.08.2022.

The author has read and approved the final manuscript.