


Оценка модели фонда фондов: анализ опыта фонда Кауфмана

Нерсисян Владимир В.

*Преподаватель-исследователь, Кафедра экономики и финансов,
Институт экономики и бизнеса, Российско-Армянский университет (Ереван, РА)*

 <https://orcid.org/0009-0004-2760-0193>
nersehill@gmail.com

УДК: 336; **EDN:** PICWWD; **JEL:** D25, E22, H54, G11, R53;

DOI: 10.58587/18292437-2024.5-136

Ключевые слова и словосочетания: фонд фондов, институциональное инвестирование, инвестиционная стратегия

Հիմնադրամների հիմնադրամի մոդելի գնահատում.

Կաուֆմանի հիմնադրամի փորձի վերլուծություն

Ներսեսյան Վլադիմեր Վ.

*Դասախոս-հետազոտող, Տնտեսագիտության և ֆինանսների ամբիոն,
Տնտեսագիտության և Բիզնեսի Ինստիտուտ, Հայ-Ռուսական համալսարան (Երևան, ՀՀ)*

Ամփոփագիր. Հոդվածը ներկայացում է հիմնադրամների հիմնադրամի կառուցվածքի բազմակողմանի վերլուծություն՝ Կաուֆմանի Ֆոնդի փորձի հիման վրա: Հիմնադրամների հիմնադրամները, առաջարկելով ներդրումներ ներդրումային պորտֆելում, ճանաչում են գտել դիվերսիֆիկացիայի և ռիսկերի կառավարման ներուժի շնորհիվ: Տվյալ հետազոտությունը դիտարկում է Կաուֆմանի հիմնադրամի ռազմավարական և գործառնական ասպեկտները, հետազոտում դրա կառուցվածքը, ներդրումային ռազմավարությունը և պորտֆելի արդյունավետության ցուցանիշները: Մանրակրկտորեն ուսումնասիրելով Ֆոնդերի ֆոնդի մոդելը՝ փորձ է արվել բացահայտել դրա հաջողությանը և խնդիրներին նպաստող կարևորագույն գործոնները: Վերլուծությունը ներառում է գործողությունների արդյունքների քանակական տվյալներ և ֆոնդի հաշվետվությունների որակական տեղեկատվություն:

Հանգուցաբառեր և բառակապակցություններ՝ հիմնադրամների հիմնադրամ, համակարգային ներդրում, ներդրումային ռազմավարություն

Assessment of the Fund of Funds Model: Analysis of the Kauffman Foundation Experience

Nersesyan Vladimir V.

*Teacher-researcher, Department of Economics and Finance,
Institute of Economics and Business, Russian-Armenian University (Yerevan, RA)*

Abstract. The article presents a comprehensive analysis of the fund of funds structure based on the experience of the Kauffman Foundation. Funds of funds, which involve investing in a portfolio of investment funds, have been recognized for their potential to enhance diversification and risk management. This study examines the strategic and operational aspects of the Kauffman fund of funds, exploring its structure, investment strategies, and portfolio performance. Using a detailed approach to examine the fund of funds model experience, an attempt was made to identify the critical factors contributing to its success and challenges. The analysis includes quantitative performance data and qualitative information from the fund's reports.

Keywords & phrases: fund of funds, institutional investing, investment strategy

Введение

Инвестиционная модель фонда фондов стала ключевой стратегией в институциональном инвестировании, предлагая уникальные преимущества с точки зрения диверсификации, управления рисками и доступа к более широкому спектру инвестиционных возможностей. Объединяя капитал для инвестирования в несколько базовых фондов, такие структуры стремятся снизить риск и повысить доходность за счет стратегического распределения между различными классами активов и управляющими фондами. Эта модель получила широкое распространение среди фондов и институциональных инвесторов, стремя-

щихся оптимизировать свои инвестиционные портфели.

Одним из ярких примеров успешной реализации данной стратегии является фонд Кауфмана. Известный своим стремлением содействовать развитию предпринимательства и инноваций, фонд Кауфмана разработал весомый опыт инвестирования, который несет в себе значимую ценность с точки зрения выявления трендов этой сферы, основных факторов и инсайдов, позволяющих внедрять похожие структуры, адаптированные под реалии рассматриваемой системы. Такой опыт способен помочь в выявлении ключевых подходов и механизмов для определения оптимального сценария развития как

структуры фонда фондов, так и венчурных фондов, являющихся частью его портфеля.

Опыт фонда Кауфмана в формировании институционального портфеля

Фонд Кауфмана – это некоммерческий частный фонд, нацеленный на повышение предпринимательской деятельности и образования. В основном программы организации предназначены для сообщества предпринимателей, развивая их навыки, знания и необходимые навыки для развития или создания своего бизнеса. В 2000 году в качестве инициативы фонда была организована программа стипендиатов Кауфмана, которая направлена на помощь венчурным капиталистам. Программа включает обучение, развитие сетей сообщества, установление контактов и т.п. К 2011 году программа выпустила 250 выпускников, которые заняли позиции в венчурных компаниях как в США, так и во всем мире [1]. На сегодняшний день более пятисот стипендиатов управляют инновационными проектами, связанными с венчурным капиталом, в правительстве, корпорациях, университетах и стартапах 40 стран.

К 2013 году ими было вложено более 6 млрд. долларов венчурного капитала, что вызвало соответствующий рост количества компаний, привело к 15 млрд. долларов ежегодного дохода и созданию тысяч рабочих мест.

На счету организации большое количество инвестиций и огромный опыт в сфере венчурного капитала. Собрав данные более чем ста венчурных фондов из своего портфеля, организация подвела итоги своей двадцатилетней деятельности в отчете, который представляет колоссальную важность в контексте исследования структуры фонда фондов, с учетом ограниченности информации по индикаторам, подходам и механизмам фондов, так как такая информация в большинстве случаев является элементом корпоративной тайны [2]. Исходя из положений конфиденциальности, некоторые названия и торговые марки были опущены.

Исходя из крупного исследования своего опыта, при взаимодействии с более чем 30 венчурными капиталистами и компаниями, организация пришла к тому, что существуют факторы, которые необходимо изучить и принять к сведению для грамотного инвестирования венчурного капитала на уровне институциональных инвесторов, которые направляют часть инвестиций в венчурные фонды. В ходе исследования было обнаружено, что явление неэффективности венчурного финансирования часто локализовано именно на уровне неверных ожиданий и принятия решений о направлении средств непосредственно в венчурные фирмы, которые в даль-

нейшем, распоряжаясь этими средствами, принимают инвестиционные решения.

Необходимо отказаться от предположения “J-образной кривой” для венчурных фондов. Такая форма кривой является эмпирически труднодостижимым результатом в венчурном инвестировании. Удивительное количество фондов показывает раннюю положительную доходность, достигающую максимума до или во время сбора средств для их следующего фонда. Нет доказательств того, что “J-образная” кривая является постоянным феноменом венчурного капитала или что она предсказывает более позднюю доходность фонда.

На рынке установилась стандартная модель деятельности венчурного фонда. Имеется в виду схема, которая подразумевает 2% комиссии от инвестированной суммы за управление фондом и 20% доли от прибыли инвестиционного проекта. С точки зрения данного исследования организации Кауфмана, такая схема позволяет генеральным директорам венчурных фондов пренебрегать одними проектами в пользу других, которые подразумевают больший объем инвестиций. Соответственно, для уменьшения рисков институциональных инвесторов рекомендуется использовать такую модель, при которой венчурная компания в первую очередь обязуется вернуть полученные инвестиции плюс привилегированный доход инвесторам, только после этого выделить свою компенсацию.

Следующим выводом является использование публичного рыночного эквивалента (PME) для оценки эффективности деятельности венчурного фонда путем моделирования денежных потоков в сопоставимых индексах акций, размещенных на публичном рынке. Конкретно фондом Кауфмана используется индекс малой капитализации “Russell 2000” в качестве эталона для сравнения, так как она лучше отражает более высокую волатильность цен, более высокий β -коэффициент и чувствительность малых компаний к экономическим циклам, чем индекс большой капитализации “S&P 500”. Поэтому компания предпочитает применять PME в качестве стандарта для отчетов эффективности венчурных фондов.

Некоторые ограниченные партнеры также разделяют общее мнение о том, что инвестирование в венчурные фонды – это “бизнес взаимоотношений”, и этим отношениям будет нанесен ущерб из-за более тщательных переговоров насчет условий, сроков и согласований. С 2009 года Ассоциация институциональных партнеров с ограниченной ответственностью (ILPA) и более 200 ее членов выступают за большую прозрачность, управление и согласование инте-

ресов между ограниченными и генеральными партнерами. Структурирование такого рода партнерских отношений требует дисциплины и переговоров [3].

Фонд Кауфмана начал инвестировать в фонды венчурного капитала с 1985 года и был партнером с ограниченной ответственностью в более чем 100 фондах, управляемых более чем шестьюдесятью генеральными партнерами, многие из которых считались первоклассными. Вне зависимости от выбора показателя эффективности портфеля, анализ их опыта показал неутешительные результаты на протяжении большей части изучаемого периода. Среди показателей: данные IRR, мультипликатор инвестиций и PME.

В 2009 году, сравнительные показатели деятельности по сравнению с доходностью фондов, предоставленных "Cambridge Associates", показал, что портфель "Kauffman PE" (включая венчурный капитал и выкупы) находится в лучшей четверти в рейтинге таких инвесторов. Консолидация инвестиций и концентрация портфеля на более эффективных фондах, с точки зрения организации, может обеспечить более высокий доход в долгосрочной перспективе. Несмотря на это, фонд продолжает работать с небольшими венчурными фондами так же, как и с крупными фондами с хорошей репутацией. В течение 2011 года было инвестировано как в новые, так и в серийные фонды на сумму около 70 млн. долларов в избранную группу венчурных капиталистов. Основное изменение для политики фонда в результате анализа – это тип венчурной фирмы. Выгодно отличаются те венчурные компании, которые поддерживают идею согласования условий ограниченных и генерального партнеров, прозрачности, управления, и неравномерного распределения доходов.

Остановимся на главных выводах и предположениях, полученных на основе анализа опыта инвестиционной деятельности этого фонда, подробнее.

Оценка венчурных фирм на основе показателей "Top-Quartile" и "Vintage-Year"

Среди институциональных инвесторов существует распространенный стандарт размещения своего капитала только в те венчурные фонды, которые соответствуют статусу "Top-Quartile". Это означает, что венчурный фонд входит в верхние 25% фондов в рейтинге того же года. Это может быть показательным, но не говорить о том, достигла ли компания порогового значения прибыльности для своих институциональных инвесторов, которая будет выше среднерыночной прибыльности рынка публич-

ных акций, следовательно, не может быть основанием в принятии инвестиционного решения. Пороговое значение обычно составляет 3-5% сверх прибыли рынка публичных акций. Этот показатель даже не говорит о том, была ли доходность фонда положительной. Фонды из верхнего квартиля могут оказаться хуже публичных рынков или других фондов, не вернуть капитал инвестора и даже получить отрицательную доходность. Для институциональных инвесторов, пытающихся распределить капитал для получения прибылей, превосходящих публичный рынок, показатель "Top-Quartile" не дает полной картины результатов и не является особенно полезным показателем.

Показатель "Vintage-Year" также не учитывает какие-либо результаты внешнего рынка и ничего не говорит о том, действительно ли фонд генерировал избыточную доходность по сравнению с публичными рынками. Вместо этого показатель сосредоточен на том, какой венчурный фонд, сформированный в определенном году, показал лучшие результаты среди всех венчурных фондов, сформированных в этом же году. Смысл понятия "Vintage-Year" заключается в том, что управляющий фондом должен сравниваться только с теми управляющими, которые сталкивались с той же рыночной ситуацией при создании фонда, но при этом не учитываются никакие показатели публичного рынка. Эти показатели могут ввести в заблуждение из-за их зависимости от показателей внутренней нормы доходности, которые чувствительны к изменениям периода инвестиционного проекта. На IRR влияют временные рамки инвестиционных денежных потоков и продолжительность инвестиционного проекта, поэтому фонд может показать привлекательный IRR от раннего выхода или на ранней стадии оценки целевой компании. Например, если компания успешно вышла на IPO и вернула двукратный инвестированный капитал за три года, то ее показатель внутренней нормы доходности будет в несколько раз больше, чем у компании, которая показала тот же мультипликатор инвестиций, но за 10 лет. Следовательно, ранние высокие показатели IRR не предсказывают конечную доходность фонда.

Был проведен сравнительный анализ фондов портфеля на основе разницы между максимальной IRR, окончательной IRR, а также показателей PME, чтобы понять есть ли взаимосвязь между пиковой IRR и окончательной. Исходя из анализа было ясно, что самые прибыльные фонды не достигали пиковой доходности до шестого года деятельности. Также, можно заметить, что высокое пиковое значение IRR не гарантирует высокую конечную доходность (Таблица 1).

Таблица 1. Показатели деятельности фондов из портфеля фонда Кауфмана.

Фонд	Год первой инв.	Макс. IRR	Месяц макс. IRR	Месяц следующей инвестиции	Итоговый IRR	Итоговый PME
A	1992	29.2	57	115	20.8	1.35
B	1993	16.8	73	Н/Д	6.8	0.73
C	1994	50.5	71	113	27.7	2.71
D	1995	59.7	6	54	16.0	1.71
E1	1996	84.0	39	68	26.3	2.55
F	1997	140.7	33	55	22.2	1.26
G	1998	>200.0	19	36	18.2	1.23
H1	1999	>200.0	8	18	-23.0	0.14
E2	2000	44.2	8	24	-10.6	0.26
I	2001	9.2	89	140	-0.09	1.00
H2	2002	31.6	2	Н/Д	-7.1	0.41
J	2003	24.5	18	44	6.9	1.27
K1	2004	32.2	44	86	13.1	1.53
E3	2005	14.8	38	Н/Д	-7.1	0.70
L	2006	66.3	4	41	11.0	1.08
K2	2007	69.4	8	44	42.9	1.81

Источник: данные венчурного портфеля фонда Кауфмана, (2012)

Показатель пикового IRR используется повсеместно при оценке деятельности венчурных фондов и генеральными партнерами для привлечения серийных инвестиций. По данным “Kauffman Foundation” только 2 фонда из портфеля за 16 лет показали пиковый показатель IRR, меньший чем 15%. Зачастую это является привлекательным для институциональных инвесторов несмотря на то, что пиковый показатель не говорит о конечном показателе.

Можно заметить значительную разницу между пиковой и окончательной доходностью фондов, особенно для фондов с высокой пиковой доходностью. После 1995 года только три фонда обеспечили окончательную избыточную доходность, которая оправдывала риск и низкую ликвидность, присущие венчурному инвестированию. Этот опыт показывает, что скептицизм в отношении высоких значений IRR на ранних стадиях является разумным.

Если изучить показатель PME, который был составлен по отношению к индексу “Russell 2000”, можно подчеркнуть, что самые эффективные фонды относят к периоду первого инвестирования до 1996. До 2000 года можно также заметить точечные успехи, связанные с периодом “интернет-бума”, но далее наблюдается низкая отдача.

Фонд, который на 3% превысил индекс “Russell 2000” за десять лет, обеспечил бы PME около 1,3, а 5-процентный сверхдоход дал бы PME около 1,5. За двадцать лет в этом портфеле только 16 фондов из 94 показали PME больше 1,5 и только 20 фондов превысили PME равный 1,3. Из фондов, с PME более 1,5, десять из шестнадцати были созданы до 1995 года. Для управляющих же венчурными фондами результаты деятельности фонда по показателям “Top-Quartile” и “Vintage-Year” являются выгодными, так как это помогает при привлечении инвестиций.

Среднему венчурному фонду едва удается вернуть капитал инвестора после уплаты всех комиссий

Инвестиции в венчурный капитал в начале и середине 1990-х давали высокую прибыль выше рыночной, а результаты по любым параметрам были хорошими. Но есть мнение, что индустрия венчурного капитала слишком велика и должна сокращаться, чтобы эффективно финансировать предпринимателей и обеспечивать конкурентоспособную прибыль [4]. Или же, что если по какому-то классу активов наблюдается доход выше среднего, то деньги перетекают в эту отрасль, пока доход не вернется на уровень среднего (Hambrecht, 2012). Согласно фонду Кауфмана, институциональные инвесторы нап-

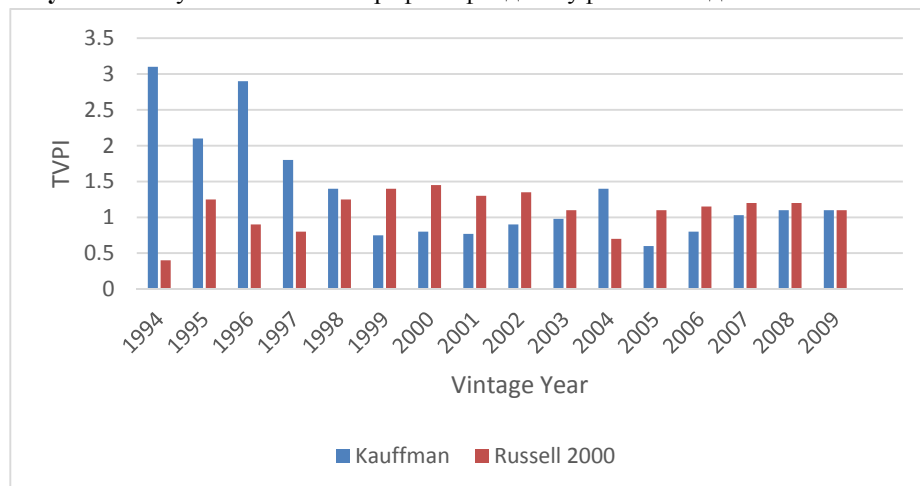
равляют намного больше объемов инвестиций в сферу венчурного финансирования, по сравнению с периодом наибольшей доходности этой индустрии.

Опрос почти 300 институциональных инвесторов, проведенный “Probitas Partners”, показал, что две трети инвесторов ожидают, что фонды венчурного капитала на ранней стадии венчурного капитала будут иметь мультипликатор равный двум [5]. Вопреки этим высоким ожиданиям данные “Cambridge Associates” показывают, что в течение двенадцатилетнего периода с 1997 по 2009 год было только пять винтажных лет, когда средние венчурные фонды получили IRR, которые вернули капитал инвестора, не говоря уже о том, чтобы удвоить его [6]. Примечательно, что такая низкая доходность сохранялась в течение нескольких рыночных циклов: бума и спада Интернета, восстановления и финансового кризиса.

Если рассмотреть данные среднего и медианного показателя IRR среди венчурных фондов, можно заметить, что после “интернет-бума” наблюдается резкий спад с дальнейшим выходом на отрицательную или нулевую внутреннюю норму доходности [7].

Помимо IRR, многие инвесторы обращаются к показателю соотношения общей стоимости к оплаченному капиталу (TVPI). В период с 1998 по 2009 год TVPI немного превышал точку безубыточности (>1) всего в пяти из одиннадцати лет. При расчете тех же показателей инвестиций и распределений прибыли для ситуации, как если бы фонд вместо этого инвестировал в фондовый индекс “Russell 2000”, было обнаружено, что показатель TVPI ненамного превышал “Russell 2000” с 1997 года (Рисунок 1).

Рисунок 1. Результативность портфеля фонда Кауфмана и индекса “Russell 2000”



Источник: составлено автором на основе данных венчурного портфеля фонда Кауфмана, (2012)

Исходя из данных, средний показатель TVPI для фонда Кауфмана составлял 1,37, а медианный – 1,08. Необходимо выяснить, соответствует ли фактическая доходность венчурного капитала ожиданиям институциональных инвесторов. Действительно, очень немногие ведущие венчурные фонды приносят более высокий чистый мультипликатор инвестиций по сравнению с публичным рынком. Но все же большинству это не удается, несмотря на ожидания инвесторов. В портфеле фонда из девяноста девяти фондов только шестнадцать сгенерировали чистый мультипликатор >2, по сравнению с 50 фондами, которые не смогли вернуть инвестированный капитал (Таблица 2).

Таблица 2. Результаты по показателю чистого мультипликатора для венчурных фондов из портфеля фонда Кауфмана.

Чистый мультипликатор	Кол-во фондов
<1x	50
1x-2x	33
2x-3x	10
>3x	6

Источник: данные венчурного портфеля фонда Кауфмана за 1989–2011, (2012).

Согласно данным организации, они не единственные институциональные инвесторы, которые не достигли отметки чистого мультипликатора портфеля равного двум. Данные, полученные от государственных и частных пенсионных фондов, показывают, что средний мультипликатор портфеля институционального инвестора равен примерно 1.31 (Таблица 3).

Таблица 3. Мультипликатор институциональных инвесторов

Инвестиционный фонд	Мультипликатор портфеля
Kauffman Foundation VC Portfolio	1.31
Washington State Investment Board	1.40
Oregon Public Employee Retirement Fund	1.50
NY State Retirement Plan	1.04

Источники: *Kauffman Foundation VC portfolio analysis, Washington State Investment Board, Oregon Public Employee Retirement Fund, New York State and Local Retirement System, Comprehensive Annual Financial Report, (2011)*

При этом мультипликатор фонда Кауфмана – чистый мультипликатор после вычета комиссий, а остальных институциональных инвесторов, по данным отчета, – нет.

Инвесторов по-прежнему привлекают потенциальные предложения высокорисковой венчурной индустрии, где одна удачная инвестиция в проект, такой как “Zynga” или “Facebook”, может предложить потенциал для смягчения ущерба, нанесенного портфелю после десятилетия низкой доходности с поправкой на риск.

Минимальные требования по формированию венчурного капитала не гарантируют соответствующую доходности

Стремление к постоянным высоким мультипликаторам инвестированного капитала и годовой IRR, которые намного превышают эквиваленты публичного рынка, исторически подтолкнуло инвестиционные комитеты создавать политику портфеля, подразумевающего обязательные отчисления в пользу венчурного капитала [8]. Эти требования подразумевают выделение фиксированного процента портфеля или объема капитала институционального инвестора в венчурный капитал.

Стратегия выбора венчурных фондов по рассмотренным показателям “Top-Quartile” и “Vintage-Year” почти гарантирует, что их доходность едва ли превысит ликвидный публичный индекс с малой капитализацией. Это означает, что помимо минимального норматива к институциональным инвесторам по формированию венчурного капитала, должно быть регулирование по тому, в какие венчурные фонды направляются инвестиции.

Исследование, проведенное управляющим одного из институциональных фондов, показало, что с 1986 по 1999 год всего двадцать девять фондов привлекли 14 процентов капитала в отрасли, но принесли поразительный 51 процент от общего объема распределений – примерный мультипликатор равен 3,6. Остальные фонды в отрасли, количеством более 500, показали мультипликатор на уровне 0,4-0,6. Другими словами, исследование заключает, что 29 ведущих фондов инвестировали 21 миллиард долларов и вернули 85 миллиардов долларов, в то время как остальная часть отрасли венчурных фондов инвестировала 160 миллиардов долларов и вернула лишь скудные 85 миллиардов долларов [9].

Этот перекося результативности наиболее резко отражается на распределении доходов венчурного капитала. Согласно отчету фонда Кауфмана только 16 из 99 венчурных фондов приносят доход на уровне двойного мультипликатора. В совокупности с остальными фондами, портфель достигает показателя средней доходности в 1,31. Когда присутствует такая асимметричная концентрация доходов, инвестирование в большую диверсифицированную группу фондов венчурного капитала почти наверняка приводит к размытой средней доходности.

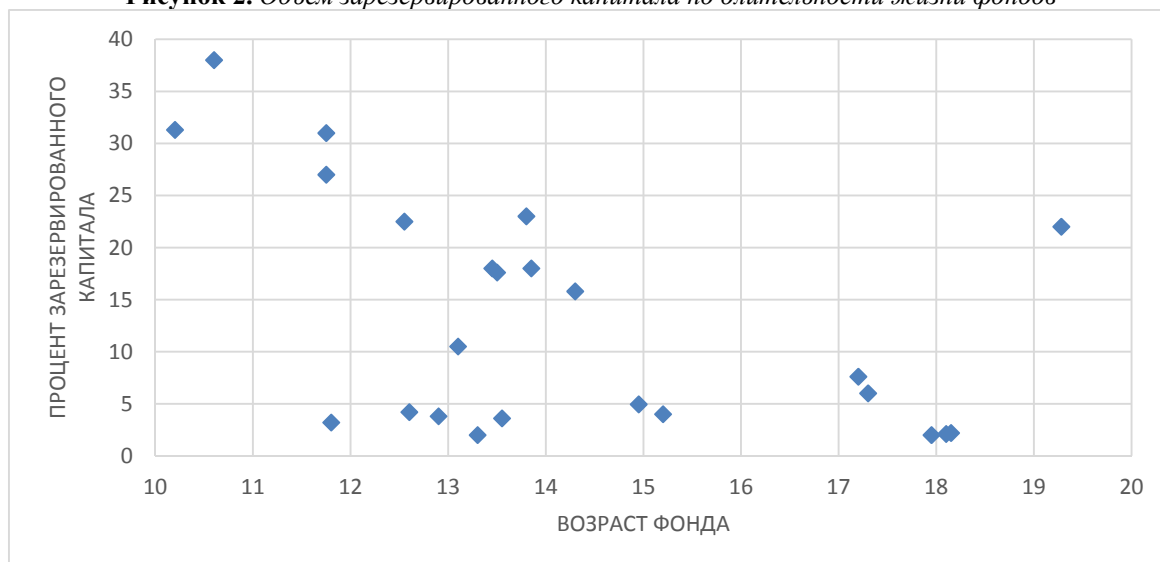
Период цикла венчурного фонда часто превышает десять лет

Как было отмечено ранее, фонды венчурного капитала структурированы так, чтобы инвестировать капитал в течение пяти лет и возвращать весь капитал в течение десяти лет, но мы видим, что значительная часть жизни фондов организации Кауфмана длится от двенадцати до пятнадцати лет.

Приведенная ниже диаграмма иллюстрирует венчурные фонды с длинной жизнью в портфеле фонда Кауфмана. Можно выделить двадцать три фонда старше десяти лет и восемь фондов пятнадцати лет и старше. Объем нераспределенного капитала в этих фондах незначителен: шесть фондов, которым двенадцать лет и больше, сохранили 15 и более процентов привлеченного капитала. (Рисунок 2).

Таким образом, институциональным инвесторам следует пересмотреть свою политику выстраивания моделей, рассчитывая не на 10-летнее, а на 15 или 17-летние циклы. Изучая опыт деятельности фонда Кауфмана, следует сделать вывод, что жизненный цикл некоторых фондов может затянуться и следует учитывать дополнительные расходы в принятии инвестиционного решения.

Рисунок 2. Объем зарезервированного капитала по длительности жизни фондов



Источник: составлено автором на основе данных венчурного портфеля фонда Кауфмана (2012)

Крупные венчурные фонды не приносят большой прибыли

По данным фонда, в его портфеле нет венчурных фондов, которые привлекли бы более 500 миллионов долларов и вернули более чем двукратный инвестированный капитал после уплаты комиссий.

Зачастую генеральные партнеры, управляющие венчурными фондами, сталкиваются с растущим спросом на доступ к последующим фондам, и многие, по понятным причинам, уступают давлению, привлекая более крупные средства. На рынке есть множество примеров такого поведения: “Accel”, “Greylock”, “NEA”, “Oak” и “Sequoia”. Эти фонды за последние несколько лет привлекли более 1 миллиарда долларов каждый, в некоторых случаях несмотря на снижение доходности. Другие фонды, такие как “Benchmark”, “First Round” и “Foundry”, ориентированы на раннее инвестирование с размером фонда, как правило, менее 500 миллионов долларов.

Ранее было показано, как распределение и минимальные требования для формирования венчурного капитала могут заставить институциональных инвесторов вкладывать средства в крупнейшие фонды, к которым они имеют доступ. Согласно данным фонда Кауфмана, только венчурные фонды, размер которых не превышал 500 миллионов долларов, вернули в два раза больше изначально инвестированного капитала; ни один фонд, превысивший этот размер, не достиг чистого мультипликатора ≥ 2 после уплаты комиссионных.

Такие данные о взаимосвязи между размером фонда и доходностью подтверждаются другими эмпирическими исследованиями в

отрасли, как исследованием Банка Кремниевой долины (“SVB”) размера и эффективности венчурных фондов, где был изучен показатель TVPI 850 венчурных фондов за период с 1981 по 2003 годы [10]. Из анализа SVB можно сделать три основных вывода:

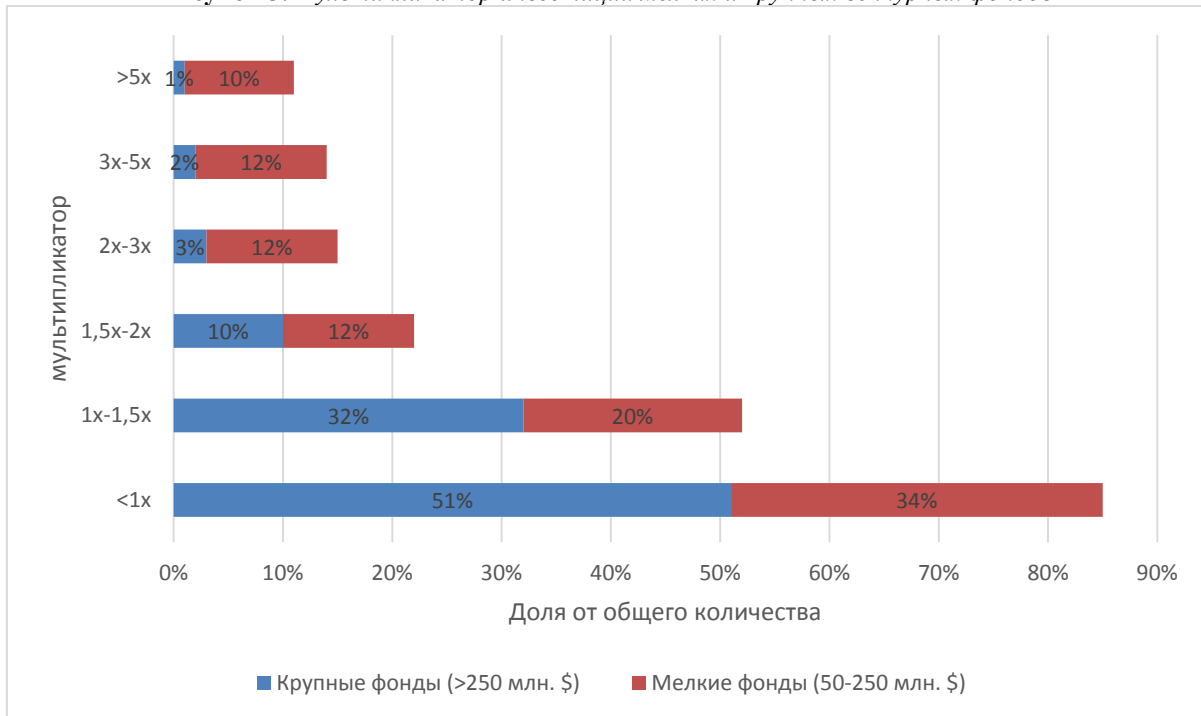
- Примерно 51% венчурных фондов с объемом привлеченных инвестиций, превышающих 250 млн. долларов, не возвращают капитал после вычета комиссий;

- 93% крупных фондов не обеспечивают ожидаемую “норму доходности венчурного капитала”, превышающую коэффициент TVPI ≥ 2 после вычета комиссий;

- В 34% процентов случаев фонды с объемом привлеченных инвестиций, не превышающим 250 млн. долларов, возвращают двукратный инвестированный капитал. Этот показатель почти в 6 раз превышает показатель для крупных фондов (Рисунок 3).

Исследование отрасли, которое провел Джош Лернер, подтверждает аналогичную взаимосвязь между IRR и объемом фонда. Он обнаружил, что венчурные капиталисты, которые показывают хороший результат, привлекают все более крупные средства. Стабильная и возрастающая прибыль остается до тех пор, пока размер фонда не превысит 500 миллионов долларов, после чего производительность начинает ухудшаться. Он также обнаруживает вогнутую зависимость между IRR и размером фонда и отрицательную зависимость между изменением IRR и изменением размера фонда для данной фирмы [11].

Рисунок 3. Мультипликатор инвестиций мелких и крупных венчурных фондов



Источники: составлено автором на основе данных SVB (2009)

Другие исследования отрасли показывают, что для средств, привлеченных одним и тем же генеральным директором, 50-процентное увеличение размера фонда связано со снижением PME примерно на 0,07, что означает снижение IRR фонда на 1,5–2 процента (S. Kaplan, A. Schoar, 2005). Далее они обнаруживают, что лучшие в своем классе венчурные фонды, как правило, постоянно демонстрируют максимальную эффективность на протяжении всех серийных инвестиций, и выдвигают гипотезу, что эти фонды сохраняют свою эффективность потому, что они предпочитают оперировать с ограниченными объемами [12].

Институционализация венчурного инвестирования неизбежно привела к увеличению размера фонда. Но избыточная доходность венчурных фондов с середины до конца 1990-х побудила инвесторов, не склонных к риску, принять участие в венчурном финансировании в то время, когда интернет-пузырь вот-вот собирался лопнуть. Сегодня мы видим, что огромные фонды не приносят избыточной прибыли, а дисбаланс интересов между генеральными партнерами венчурных фондов и институциональными инвесторами создает неблагоприятную среду.

Проведенный анализ фонда фондов и его венчурного портфеля, а также сгенерированных им показателей привели к формулированию следующих выводов:

- Оценка венчурных фирм на основе показателей “Top-Quartile”, “Vintage-Year” и

пиковой IRR являются неинформативными и могут вводить в заблуждения. Дополнительно должны быть учтены показатели TVPI, PME и итоговой IRR;

- Минимальные требования по формированию венчурного капитала не всегда приводят к соответствующей доходности. Помимо норматива по минимальному объему венчурного капитала, необходим пруденциальный надзор над принятием инвестиционных решений институциональных инвесторов для оценки адекватности инвестиционного проекта;

- Период цикла венчурного фонда часто превышает десять лет. Фонды венчурного капитала структурированы так, чтобы инвестировать капитал в течение пяти лет и возвращать весь капитал в течение десяти лет, но мы видим, что существует тенденция, согласно которой средний жизненный цикл венчурного фонда увеличился и длится от двенадцати до пятнадцати лет;

- Существует значимая отрицательная связь между объемом капитала, располагаемым венчурным фондом, и генерируемой доходностью. В портфеле организации нет фондов, которые привлекли бы более 500 миллионов долларов и вернули более чем двукратный объем инвестированного капитала после уплаты комиссий.

Перечень использованной литературы

1. N. Perltoth (2018), “Midas: The Methodology”

2. **D. Mulcahy, B. Weeks, H. Bradley** (2012), “We have met the enemy... and he is us”
3. ILPA Principles 3.0 (2019), “Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners”
4. **P. Kedrosky** (2009), “Right-sizing the US venture capital industry” *Venture Capital*, 11(4), 287–293
5. **Probitas Partners** (2010), “Private Equity Market Review and Institutional Investor Trends Survey”
6. NVCA Yearbook (2011), “NVCA VC Fundraising Q4 2011 press release”
7. Cambridge Associates (2010), “Benchmark Report, vintage year 1990–2009 funds”
8. **Josh Lerner**, “Harvard Business School - Private Equity Returns: Myth and Reality”
9. Flag Capital Management (2005), “Shedding light on the concentration of VC returns, Flag Capital Management”
10. Silicon Valley Bank (2009), “Dialing Down: Venture Capital Returns to Smaller Size Funds”
11. **J. Lerner, A. Schoar, W. Wong** (2005), “Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle”
12. **S. Kaplan, A. Schoar** (2005), “Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows”

Сдана/Հանձնվել է՝ 15.07.2024

Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 01.08.2024

Принята/Ընդունվել է՝ 08.08.2024