

Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества

Елена Юрьевна Макушина

E-mail: makushinae@gmail.com, ORCID: 0000-0002-8985-4058

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва 109028, Российская Федерация

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. № 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. Прделана значительная работа на пути реформирования национальной системы учета и отчетности в соответствии с МСФО, однако нормативные акты не претерпели изменения в вопросах учета и отражения в отчетности финансовых вложений, не были разработаны приемлемые формы финансовой отчетности для раскрытия информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества. В результате проведенного исследования были предложены рекомендации по совершенствованию национальной системы учета и отчетности, разработаны формы финансовой отчетности для венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, которые могут быть положены в основу формирования отраслевых стандартов бухгалтерского учета в РФ.

Ключевые слова: венчурные фонды, инвестиционные организации, финансовая отчетность, МСФО, справедливая стоимость

JEL: M41, O30, O31, G11

Для цитирования: Макушина Е. Ю. Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 2. С. 113–129. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-2-113-129>.

© Макушина Е. Ю., 2022

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-2-113-129>

Disclosure by Venture Capital Funds Formed Under Investment Partnership Agreement

Elena Yu. Makushina

HSE University, Moscow 109028, Russian Federation

makushinae@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-8985-4058>

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 the best international practices of collective investments into the 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 globally known venture capital funds which is a limited liability partnership.

Significant progress has been made so far in reforming the Russian system of accounting and financial reporting under the IFRS. However, the existing regulations have not been amended to (capture) incorporate accounting and reporting of financial investments, and proper templates for disclosure and reporting by investment partnership funds have not been worked out. The aim of the article is to develop suggestions and recommendations to enhance domestic model of information disclosure by venture capital funds formed under investment partnership agreements. Researching the international practices of disclosure by venture capital funds created as limited liability partnerships allowed to devise financial reporting templates that can be used by domestic venture capital funds formed under investment partnership agreements. These templates proposed in this piece of research can serve as the basis for future industry standards of financial accounting in Russia.

Keywords: venture capital funds, investment entities, financial reporting, IFRS, fair value

JEL: M41, O30, O31, G11

For citation: Makushina E.Yu. Disclosure by Venture Capital Funds Formed Under Investment Partnership Agreement. *Financial Journal*, 2022, vol. 14, no. 2, pp. 113–129 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-2-113-129>.

© Makushina E.Yu., 2022

ВВЕДЕНИЕ

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 прозрачностью раскрываемой информации. При реализации совместной деятельности по договору инвестиционного товарищества всем сторонам необходимо располагать информацией об эффективности управления фондом, о реальной стоимостной оценке произведенных вложений, о величине и характере вознаграждения управляющего фондом, об инвестиционной стратегии фонда. С принятием Федерального

закона «Об инвестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ¹ (далее — Федеральный закон № 335-ФЗ) число фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, по состоянию на сентябрь 2021 г. насчитывало чуть больше 80², что свидетельствует о недостаточной востребованности такой формы финансирования инноваций. Это связано в числе прочего с отсутствием механизмов, обеспечивающих формирование понятной и прозрачной информационной базы для инвесторов.

Венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества, не является юридическим лицом, поэтому не подпадает под действие федерального закона от 06.12.2011 № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете»³ об обязательной подготовке и представлении финансовой отчетности. Согласно результатам исследования, проведенного ОАО «РВК» в 2017 г., респонденты, осуществляющие совместную деятельность по договору инвестиционного товарищества, заявили, что сталкиваются с проблемой раскрытия информации, вызванной отсутствием единой стандартизированной формы финансовой отчетности, а также выразили пожелание о ее внедрении⁴. Изложенное выше определило цель статьи — разработать проект финансовой отчетности для венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Анализ русскоязычных источников показал недостаточную освещенность вопроса раскрытия информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества, что во многом обусловлено отсутствием законодательно установленных требований по представлению финансовой отчетности. Проблематика оценки и представления венчурных инвестиций в финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, а также предложения по совершенствованию национальной системы учета и отчетности изложены в работе [Макушина, 2021a]. В зарубежной научной литературе не представлены в достаточном объеме исследования по обозначенной выше проблематике, что связано с наличием эффективно функционирующей системы учета и отчетности, которая претерпевала изменение вслед за развитием финансовых рынков и появлением новых финансовых инструментов.

Представление информации в финансовой отчетности венчурного фонда связано с экономической природой раскрываемого в отчетности элемента, который, в числе прочего, определяется юридической формой, вытекающей из договорных отношений между контрагентами [Johan et al., 2020; Cumming, Walz, 2010; Chakraborty et al., 2018; Jenkinson et al., 2013; Fried et al., 2006; Cumming, Dai, 2010; Jelic et al., 2021]. В случае инвестиций, реализованных венчурным фондом, договорные отношения заключаются между тремя сторонами: управляющими фондом, инвесторами и основателями компании [Gompers et al., 2020; Robinson et al., 2016; McCahery et al., 2013; Cheung et al., 2009; Metrick et al., 2010; Hüther et al., 2019; Schell, 2016], условия которых непосредственно влияют на систему распределения заработанной прибыли, вознаграждения управляющих, формирования чистых активов, которые, в свою очередь, являются элементами финансовой отчетности венчурного фонда.

¹ Федеральный закон «Об инвестиционном товариществе» от 28.11.2011 № 335-ФЗ. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122222/.

² Информация размещена на сайте Федеральной нотариальной палаты. URL: <https://notariat.ru/ru-ru/help/dogovory-investicionnogo-tovarishstva/> (дата обращения 12.09.2021).

³ Федеральный закон от 6 декабря 2011 г. «О бухгалтерском учете» № 402-ФЗ (ред. от 02.07.2021). URL: <http://www.consultant.ru>.

⁴ Особенности правового регулирования и проблемы адаптации инвестиционного товарищества как модели для ведения совместной деятельности / РВК, 2017. 52 с. URL: https://www.rvc.ru/upload/iblock/98f/RVC_Features_of_legal_regulation.pdf (дата обращения 15.09.2021).

ПОКАЗАТЕЛИ, ФОРМИРУЮЩИЕ ФИНАНСОВУЮ ОТЧЕТНОСТЬ ВЕНЧУРНОГО ФОНДА

Федеральный закон № 335-ФЗ был разработан с учетом адаптации к континентальной системе права англо-саксонской модели партнерского соглашения⁵, что обусловило исследовательский интерес к изучению зарубежного опыта для определения влияния механизма взаимодействия участников фонда на систему раскрытия информации.

Венчурный фонд, организованный в форме партнерства с ограниченной ответственностью, состоит из главного партнера (*general partner*), который отвечает за управление фондом, и партнеров с ограниченной ответственностью (*limited partners*), которые являются инвесторами [Lerner et al., 2020; Amornsiripanitch et al., 2019]. Под фондом понимают пул денежных средств, созданный на определенный срок, в течение которого партнеры с ограниченной ответственностью (инвесторы) принимают на себя обязательства внести денежные средства пропорционально принадлежащей им доле для осуществления инвестиций и оплаты операционных расходов, включая оплату услуг главного партнера (управляющей компании). Главный партнер принимает на себя обязательства по управлению фондом и размещению привлеченных средств, что позволяет ему вкладывать незначительную сумму в размере 1–2 % от величины зарезервированных средств [Fleischer, 2008; Gompers et al., 2020].

На развитых рынках капитала регулирование деятельности венчурных фондов, созданных через партнерство с ограниченной ответственностью, осуществляется локальными нормативными актами, требованиями регуляторов и условиями партнерского соглашения, что либо определяет показатели, раскрываемые в финансовой отчетности, либо влияет на них⁶. При этом главный партнер должен не только представлять финансовую отчетность, но и проходить обязательную процедуру ежегодного аудита. Например, в США в 2012 г. SEC ввела обязательную процедуру аудита финансовой отчетности [Appelbaum et al., 2016, с. 1–3].

Федеральный закон № 335-ФЗ определяет права и обязанности участников инвестиционного товарищества, среди которых обязанность 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, а также право уполномоченного управляющего товарища на получение вознаграждения за ведение общих дел, размер и порядок выплаты которого устанавливаются договором инвестиционного товарищества⁸.

Договор инвестиционного товарищества подлежит обязательной нотариальной регистрации, но при этом является внутренним документом, содержание которого не раскрывается в открытом доступе, что делает невозможным установление условий, которые определяют или оказывают влияние на показатели финансовой отчетности венчурного фонда. Таким образом, существующая система, регулирующая правоотношения между участниками венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, в части формирования общего вклада товарищей, системы вознаграждения уполномоченного управляющего товарища, способов распределения заработанной фондом прибыли не позволяет определить их экономическую природу для отражения в качестве элемента финансовой отчетности (например, в качестве активов или обязательств).

⁵ *Uniform Partnership Act Ch. 614 Limited Liability Partnerships* – «Единообразный закон США о партнерстве с ограниченной ответственностью»; *Limited Liability Partnership Act 2000* – закон Великобритании «О партнерстве с ограниченной ответственностью 2000».

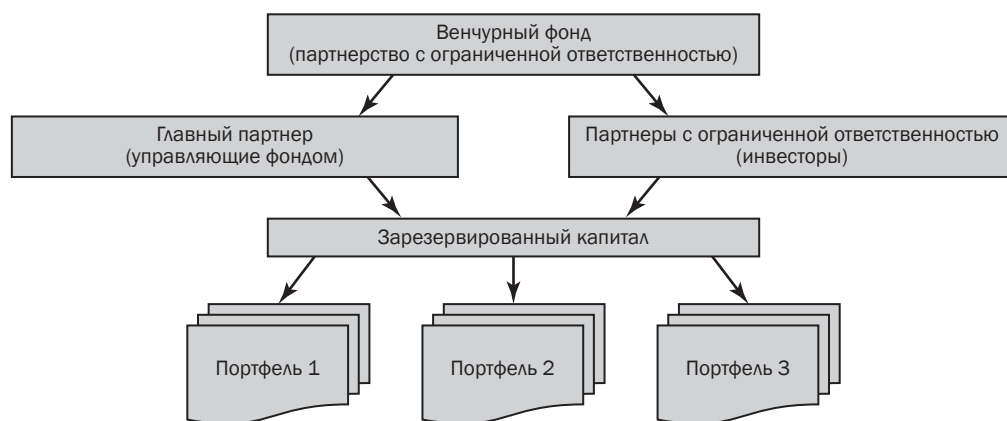
⁶ *International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines / IPEV, 2012. 30 p. URL: https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/ipev_reporting_guidelines_ed_october_2012.pdf.*

⁷ Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ. Ст. 3.

⁸ Там же.

Рисунок 1

**Механизм осуществления венчурных инвестиций
через партнерство с ограниченной ответственностью /
Venture investment mechanism through limited partnership**



Источник: разработано автором / Source: developed by the author.

Исследование зарубежных эмпирических работ позволило установить, что венчурные фонды, созданные в форме партнерства с ограниченной ответственностью, подпадают под меньшее (по сравнению с другими инвестиционными организациями) количество ограничений и требований со стороны регуляторов и надзорных органов в части раскрытия информации о доходности портфеля и финансовых результатах [Cumming et al., 2010; Johan et al., 2020]. В этом вопросе прослеживается аналогия с текущей ситуацией в области раскрытия информации между венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества, и венчурными фондами, организованными в форме закрытого паевого инвестиционного фонда, где на последних накладываются жесткие ограничения и требования, установленные Банком России.

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 [Jenkinson et al., 2013; Jelic et al., 2021; Cumming, Dai, 2010; Cumming et al., 2017], 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 показателям эффективности деятельности управляющих [Barber et al., 2017; Brown et al., 2018]. Также ученые отмечают, что управляющие могут выходить из инвестиции, игнорируя возможность будущего роста портфельной компании, в целях обеспечения ликвидности для возврата вложенного капитала инвесторам, а следовательно, обеспечения доходности фонда [Fried et al., 2006].

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 [Brown et al., 2018]. Исследователи [Cumming, Walz,

2010; Chakraborty et al., 2018] подчеркивают, что асимметрия информации, возникающая между управляющими венчурными фондами и инвесторами, объясняется страновой спецификой, системой правового регулирования, устоявшейся практикой раскрытия информации.

Выводы, полученные в эмпирических работах, подтверждают значимость установления прозрачных и понятных условий взаимодействия между участниками венчурного фонда, как и необходимость их выполнения. В свою очередь, накопленный международный опыт может быть использован при структурировании договора инвестиционного товарищества в рамках национального правового поля.

Для выявления элементов финансовой отчетности, которые несут специфический характер для венчурной индустрии, а также определения их экономической природы, которая вытекает из правовой формы, были исследованы модели партнерского соглашения, которые выпускает Ассоциация институциональных партнеров с ограниченной ответственностью (*The Institutional Limited Partners Association — ILPA*). Ассоциация является одной из самых значимых международных организаций, защищающей интересы участников индустрии прямых и венчурных инвестиций, которая разрабатывает модели партнерского соглашения на основе принципов⁹, аккумулирующих лучшую отраслевую практику. Исследование моделей партнерских соглашений¹⁰ позволило выявить условия, которые определяют элементы, традиционно раскрываемые в финансовой отчетности венчурных фондов в зарубежной практике: зарезервированный капитал, расходы на управление, вознаграждение главного партнера.

Зарезервированный капитал (Committed Capital) — общая величина обязательств партнеров по взносу средств в фонд, которая устанавливается в рамках соглашения. В течение первых нескольких лет жизни фонда партнеры с ограниченной ответственностью осуществляют перечисление денежных средств пропорционально принятым обязательствам (*commitments*) по мере возникновения необходимости в проведении раундов финансирования, выплаты вознаграждения управляющим, оплаты операционных расходов.

Расходы на управление (Management Fees) представляют собой операционные расходы венчурного фонда¹¹. Расходы на управление рассчитываются ежегодно от величины общих обязательств партнеров, устанавливаются на уровне 2 % от величины зарезервированного капитала [Najar, 2017]. В отличие от управления другими активами расходы на управление в венчурных фондах и фондах прямых инвестиций рассчитываются на основании суммы зарезервированного, а не внесенного капитала в течение инвестиционного периода. Расходы на управление уменьшаются пропорционально оставшейся величине капитала, которая не была возвращена партнерам с ограниченной ответственностью.

Вознаграждение за успех (Carried Interest) является обязательством партнерства (венчурного фонда) перед главным партнером (управляющим), которое возникает, если управляющие обеспечили доходность выше рынка, то есть доходность фонда превысила установленный в партнерском соглашении уровень привилегированной доходности¹². В зарубежной практике привилегированная доходность устанавливается, как правило,

⁹ *Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners / ILPA, 2019. 44 p. URL: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf.*

¹⁰ *The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Whole of Fund Version). Term Sheet Summary of the Model LPA; The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Deal-by-Deal Waterfall). Term Sheet Summary of the Model LPA.*

¹¹ *Illustrative Financial Statements. Private Equity Funds / KPMG, September 2018.*

¹² *The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Whole of Fund Version). с. 4; Limited Partnership Agreement / Explanatory Notes BVCA, 2002. URL: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf>.*

на уровне 8 % в год, что превышает значение безрисковой ставки, компенсируя временную стоимость денег [Cheung et al., 2009; Metrick et al., 2010]. Вознаграждение за успех представляет долю от величины заработанной фондом прибыли в отчетном году, которая устанавливается на уровне 20 % [Fleischer, 2008; Robinson et al., 2013; McCahery et al., 2013], то есть главный партнер получает право на участие в распределении прибыли.

Используются две модели расчета и последующей выплаты вознаграждения за успех управляющим, 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 в США (*American «Deal-by-deal» waterfalls*) [Marrs N., 2009; Hüther et al., 2019; Schell, 2016].

Для того чтобы продемонстрировать различие двух моделей, 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 стимулирующего вознаграждения. Использование модели распределения прибыли «по каждой сделке» обеспечило бы возможность главному партнеру получить вознаграждение за успех при выходе фонда из первой инвестиции, несмотря на наличие отрицательной доходности по второй инвестиции.

В результате исследования моделей партнерского соглашения, которые используют венчурные фонды на развитых рынках капитала, были определены элементы, определяющие показатели финансовой отчетности венчурных фондов, которые могут быть адаптированы к национальной практике раскрытия информации, принимая во внимание правовую специфику.

ПРОЕКТ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ ВЕНЧУРНОГО ФОНДА, СОЗДАННОГО ПО ДОГОВОРУ ИНВЕСТИЦИОННОГО ТОВАРИЩЕСТВА

МСФО не содержат отдельного стандарта, регулирующего правила формирования отчетных показателей или отдельных форм отчетности для венчурных фондов, в отличие от отраслевого стандарта US GAAP¹³, что обуславливает исследовательский интерес к обеим системам для формирования предложений по отражению элементов в финансовой отчетности.

Для разработки проекта финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, были исследованы иллюстративные примеры, подготовленные профессиональными организациями для раскрытия информации венчурными фондами, созданными в форме партнерства с ограниченной ответственностью в соответствии с требованиями US GAAP (KPMG, 2018¹⁴; KPMG, 2019¹⁵) и в соответствии с требованиями МСФО (KPMG, 2015¹⁶; PwC, 2019¹⁷).

¹³ *Accounting Standards Update: Financial Services — Investment Companies (Topic 946)*. № 2013-08 / FASB, June 2013.

¹⁴ *Illustrative Financial Statements. Private Equity Funds* / KPMG, 2018.

¹⁵ *Illustrative Financial Statements. Private Equity Funds* / KPMG, 2019. URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ie/pdf/2019/12/ie-2019-illustrative-fs-private-equity.pdf>.

¹⁶ *Guide to Annual Financial Statements — Illustrative Disclosure for Investment Funds* / KPMG, 2015. URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/Guide-to-annual-financial-statements-Illustrative-disclosures-for-investment-funds-0-201512.pdf>.

¹⁷ *Illustrative IFRS Financial statements 2019 — Private Equity Funds* / PwC, 2019.

Проект отчета о финансовом положении

Традиционно в отчете о финансовом положении представляют информацию о величине активов, обязательств и собственного капитала компании (юридического лица). В иллюстративных примерах предложены различные варианты названия отчета о финансовом положении: «отчет об активах и обязательствах», «отчет об активах, обязательствах и партнерском капитале», «отчет о финансовом положении».

Инвестиционное товарищество не является юридическим лицом, поэтому такого элемента финансовой отчетности, как собственный капитал (оставшаяся часть активов после погашения всех обязательств), быть не может. Управляющий товарищ осуществляет инвестиции в портфельные компании за счет ресурсов, которые вкладывают все товарищи, поэтому оставшаяся после погашения обязательств доля активов представляет собой право требования всех участников пропорционально осуществленным вложениям.

В иллюстративных примерах, составленных в соответствии с US GAAP, оставшаяся доля активов после погашения всех обязательств раскрывается как партнерский капитал (*partners' capital*) в отчетности, составленной в соответствии с МСФО, — чистые активы, принадлежащие партнерам (*net assets attributable to the partner*). Проецируя на российскую законодательную базу существующие в зарубежной практике варианты раскрытия информации в финансовой отчетности фондов венчурных инвестиций, представляется возможным предложить название отчета — «Отчет о финансовом положении». Адаптируя к договору инвестиционного товарищества понятие «зарезервированный капитал», целесообразно предложить элемент отчета о финансовом положении — «чистые активы товарищей», что специфицирует три элемента отчета о финансовом положении для венчурного фонда: активы, обязательства, чистые активы товарищей.

Чистые активы товарищей — общая величина обязательств участников товарищества по взносу средств в фонд, установленная в договоре инвестиционного товарищества.

В национальной практике обязательства отражаются в финансовой отчетности по исторической стоимости, однако ее использование не дает релевантной информации с течением времени. В МСФО (IAS) 32¹⁸ общая величина обязательств участников фонда классифицируется как финансовое обязательство и раскрывается в отчете о финансовом положении в качестве «чистых активов, принадлежащих партнерам» в том случае, если доли участия в партнерстве (*partnership's interests*) не торгуются на организованных рынках капитала, что соответствует требованиям федерального закона «Об инвестиционном товариществе». Чистые активы, принадлежащие партнерам, отражаются в финансовой отчетности по амортизируемой стоимости, что обусловливается контрактной природой их возникновения, где, как было обозначено выше, установлен срок действия соглашения и условия возврата вложенных средств. В отличие от МСФО в US GAAP доля участия в партнерстве классифицируется в качестве собственного капитала¹⁹.

Как было установлено выше, **вознаграждение за успех** представляет собой компенсацию для управляющих венчурным фондом, которая позволяет участвовать в распределении заработанной фондом прибыли, если обеспечивается доходность выше рынка. Величина начисленного, но не выплаченного вознаграждения за успех является обязательством товарищества перед управляющим товарищем, что обусловлено, с одной стороны, контрактной природой возникновения обязательств, с другой — зависит от достижения уровня доходности фонда в долгосрочной перспективе.

¹⁸ Финансовые инструменты: представление / МСФО (IAS) 32. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/01/main/MSFO_IAS_32.pdf.

¹⁹ Accounting Standards Update: Financial Services — Investment Companies (Topic 946).

МСФО не специфицирует требования в отношении раскрытия информации о вознаграждении за успех для инвестиционных компаний²⁰. Величина начисленного, но не выплаченного вознаграждения за успех является обязательством перед управляющим фондом, поэтому отражается либо в качестве финансового обязательства согласно МСФО (IFRS) 9²¹, либо в качестве резерва или условного обязательства согласно МСФО (IAS) 37²². Отражаются такие обязательства по амортизируемой стоимости с отнесением величины расходов на финансовый результат отчетного года, что обусловлено, с одной стороны, контрактной природой их возникновения, с другой — зависимостью от достижения согласованного уровня доходности фонда в долгосрочной перспективе²³.

US GAAP разрешает два способа отражения в отчетности величины вознаграждения за успех. Первый способ — это перераспределение величины чистых активов от партнеров с ограниченной ответственностью к главному партнеру, которое раскрывается в отчете об изменении партнерского капитала. Рассчитывается такая величина исходя из предположения, что на отчетную дату были реализованы все активы и урегулированы все обязательства. В таком случае вознаграждение за успех для главного партнера (управляющей компании) рассматривается как участие в капитале фонда. Второй способ основывается на предпосылке, что главный партнер предоставляет профессиональные услуги фонду, поэтому величина такого вознаграждения трактуется как расходы отчетного периода и отражается в отчете о прибылях и убытках²⁴.

В настоящее время российская система учета и отчетности находится в процессе реформирования, который был инициирован утверждением Программы реформирования национальной системы бухгалтерского учета в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО)²⁵ с целью предоставления всем заинтересованным пользователям понятной, единообразно трактуемой информации в финансовой отчетности.

Принимая во внимание упомянутый выше факт, предложим отражать в финансовой отчетности венчурного фонда обязательства, в частности «чистые активы товарищей» и «начисленное вознаграждение за успех», по амортизированной стоимости, с учетом временной стоимости денежных средств на основе метода эффективной ставки процента.

Результаты исследования [Макушина, 2016; Макушина, 2021a] показывают, что венчурные инвестиции — это вложения в долевые финансовые инструменты портфельных компаний, которые венчурный фонд реализует с целью увеличения стоимости последних за счет органического роста и развития, что не исключает возможности получения фондом дивидендов или процентов от инвестиций. Выводы, полученные в другом исследовании [Макушина, 2021b), обосновывают целесообразность оценки венчурных инвестиций по справедливой стоимости с отражением ее изменения на финансовый результат отчетного года для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества. Изложенное выше предполагает наличие строк в отчете о финансовом положении, которые: а) отражают реализованные

²⁰ Представление финансовой отчетности: МСФО (IAS) 1 / Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/no_date/2013/IAS_01.pdf.

²¹ Финансовые инструменты: МСФО (IFRS) 9 / Приказ Минфина России от 27.06.2016 № 98н (ред. от 17.02.2021). URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_202060/.

²² Оценочные обязательства, условные обязательства и условные активы: МСФО (IAS) 37 / Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193594/.

²³ Auditing Carried Interest in the Accounts of Alternative Investments Structures. Auditing Carried Interest in the Accounts of Alternative Investments Structures / IRE Council, January 2020.

²⁴ IFRS / US GAAP / Luxembourg GAAP: a comparison for investment funds / Deloitte, 2020. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/audit/lu-comparison-investment-funds.pdf>.

²⁵ Программа утверждена Постановлением Правительства РФ от 6 марта 1998 г. № 283.

фондом инвестиции; б) фиксируют дебиторскую задолженность портфельных компаний по процентам и дивидендам.

В иллюстративных примерах, приведенных выше, венчурные инвестиции отражаются по строке «инвестиции, оцененные по справедливой стоимости», если отчетность составлена по US GAAP, и «финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости» в случае, если отчетность представлена по МСФО. Принимая во внимание процесс реформирования национальной системы учета и отчетности, предложим строку в проекте отчета о финансовом положении: «финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости».

Анализируя иллюстративные примеры, можно заметить, что в финансовой отчетности, подготовленной по US GAAP, активы и обязательства представлены без соблюдения принципа ликвидности. На наш взгляд, при реализации совместной деятельности управляющий товарищ может осуществлять инвестиции сроком до одного календарного года, что обуславливает наличие строки «финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости» в разделе как долгосрочных, так и краткосрочных активов. Более того, соблюдение принципа ликвидности при раскрытии информации в отчете о финансовом положении характерно для национальной практики.

На отчетную дату может возникать дебиторская задолженность товарищей по оплате «вклада в общее дело», которая раскрывается в краткосрочных активах, если существует подтверждение способности и намерения произвести оплату в течение достаточно короткого промежутка времени после отчетной даты, а у фонда есть определенные средства правовой защиты от товарищей, не выполнивших договорные обязательства.

На основании изложенного выше представляется возможным предложить проект отчета о финансовом положении, который должен быть подготовлен уполномоченным управляющим товарищем (табл. 1).

Таблица 1

**Проект отчета о финансовом положении венчурного фонда,
созданного по договору инвестиционного товарищества /
Draft of Statement of financial position**

Отчет о финансовом положении на 31.12.2023			
	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
АКТИВЫ			
Долгосрочные активы			
Финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости			
Итого: долгосрочные активы			
Краткосрочные активы			
Дебиторская задолженность товарищей по вкладам			
Дебиторская задолженность по процентам и дивидендам			
Прочая дебиторская задолженность			
Финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости			
Денежные средства и их эквиваленты			
Прочие краткосрочные активы			
Итого: активы			
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Долгосрочные обязательства			
Краткосрочные обязательства			
Начисленное вознаграждение за успех			
Прочая кредиторская задолженность			
ЧИСТЫЕ АКТИВЫ ТОВАРИЩЕЙ			

Источник: разработано автором / Source: developed by the author.

Проект отчета о финансовых результатах

Следует отметить, что в иллюстративных примерах в названии отчета прослеживается специфика того, по каким стандартам была подготовлена финансовая отчетность. В примерах, финансовая отчетность в которых составлена в соответствии с US GAAP, финансовый результат от совместной инвестиционной деятельности отражается в «отчете об операциях» (*statement of operation*). В свою очередь, финансовая отчетность, подготовленная по МСФО, раскрывает результаты деятельности венчурного фонда в «отчете о совокупном доходе». На наш взгляд, следует придерживаться традиционных для национальной учетной практики названий отчетов, что определило название «отчет о финансовых результатах».

Специфика раскрытия информации в финансовой отчетности, подготовленной по US GAAP, представленной в иллюстративных примерах²⁶, проявляется в том, что вначале классифицируют информацию о доходах (доходы по процентам, дивиденды, прочие доходы), суммарная величина которых формирует инвестиционный доход. Далее раскрываются расходы (расходы по процентам, расходы, связанные с вознаграждением главного партнера), сумма которых отражается как инвестиционные расходы. Соответственно, разница между инвестиционными доходами и расходами формирует инвестиционную прибыль (убыток). Отдельным блоком отражаются изменения справедливой стоимости инвестиций. Следует подчеркнуть, что отдельной строкой не представлены финансовые расходы. Финансовый результат за отчетный период формируется из инвестиционной прибыли (убытка) и изменения справедливой стоимости инвестиций. Согласно положению US GAAP (ASC 946-225-45-7) чистая прибыль (убыток) за период также может носить название «чистое увеличение (уменьшение) чистых активов в результате операций» (*net increase or decrease in net assets resulting from operations or net income or loss*).

Автор не согласен с таким подходом к систематизации информации и ее представлению в отчете о финансовых результатах ввиду того, что, во-первых, инвестиционная деятельность для такой организационной структуры, как партнерство с ограниченной ответственностью (что аналогично инвестиционному товариществу в РФ), является основной. В связи с этим представляется целесообразным в отчете о финансовых результатах часть доходов и расходов категоризовать как операционные и отдельным блоком представить финансовые расходы, что коррелируется с логикой представления информации в иллюстративных примерах по МСФО.

К доходам от операционной деятельности следует в первую очередь отнести изменение справедливой стоимости венчурных инвестиций, что согласуется с инвестиционной стратегией венчурного фонда. В связи с этим в проекте отчета о финансовых результатах предлагаем отдельной строкой отражать изменение справедливой стоимости финансовых активов. Также к доходам от операционной деятельности фонда относятся проценты и дивиденды, которые зарабатывает фонд, удерживая финансовые инструменты портфельной компании.

К операционным расходам венчурного фонда относятся **расходы на управление фондом** и **расходы, связанные с вознаграждением за успех**, что определило название строк в проекте отчета о финансовых результатах.

Расходы, связанные с вознаграждением главного партнера за успех, определяются изменением величины начисленных обязательств, признанных в отчете о финансовом положении.

Расходы на управление должны быть обоснованными и компенсировать заработную плату управляющих фондом, расходы на мониторинг деятельности портфельных компаний, расходы, связанные с работой консультационного комитета, командировочные

²⁶ *Illustrative Financial Statements. Private Equity Funds / KPMG, 2019.*

расходы, расходы на информационные услуги, подписки на базы данных, программное обеспечение, ведение бухгалтерского учета, расходы на аренду офисных помещений²⁷. Такие расходы признаются в момент осуществления первой инвестиции в портфельную компанию и останавливаются на дату ликвидации фонда, установленную в партнерском соглашении²⁸.

Изложенное выше обуславливает логику названия итоговой строки отчета: «увеличение чистых активов товарищей за отчетный период». На основании выводов, полученных выше, был разработан проект отчета о финансовых результатах венчурного фонда (табл. 2).

Таблица 2

**Проект отчета о финансовых результатах венчурного фонда,
созданного по договору инвестиционного товарищества /
Draft of Financial Results**

Отчет о финансовых результатах за год, заканчивающийся 31 декабря 2023 г.		
	31.12.2023	31.12.2022
Доходы		
Изменение справедливой стоимости финансовых активов		
Доходы по процентам		
Доходы по дивидендам		
Прочие доходы		
Итого: доходы		
Расходы		
Расходы на управление фондом		
Расходы, связанные с вознаграждением за успех		
Прочие операционные расходы		
Итого: расходы		
Прибыль от операционной деятельности		
Финансовые расходы		
Расходы по процентам		
Прочие финансовые расходы		
Итого: финансовые расходы		
Прибыль до налогообложения		
Увеличение (уменьшение) чистых активов товарищей за отчетный период		

Источник: разработано автором / Source: developed by the author.

Проект отчета об изменении чистых активов товарищей

Инвестиционное товарищество не является юридическим лицом, поэтому такая учетная категория, как «собственный капитал», не может быть использована для раскрытия информации в финансовой отчетности, что обусловило необходимость внедрения следующего элемента: «чистые активы товарищей». В связи с этим на основании полученных ранее выводов представляется возможным предложить название «отчет об изменении чистых активов товарищей».

Подчеркнем, что раскрытие информации в отчете об изменении чистых активов венчурного фонда напрямую зависит от условий договора инвестиционного товарищества в вопросах распределения заработанной прибыли, вложения и изъятий. Следует отметить, что вне зависимости от стандартов, по которым представлена финансовая отчетность в иллюстративных примерах, содержание отчета об изменении чистых активов идентично²⁹.

²⁷ ILPA Principles 3.0, с. 12.

²⁸ The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Whole of Fund Version).

²⁹ Illustrative Financial Statements. Private Equity Funds / KPMG, 2019.

В отчете раскрывается информация о величине вкладов и изъятий, а также об увеличении (уменьшении) чистых активов за отчетный период с детализацией по долям, которая приходится на управляющего товарища и товарищей-вкладчиков. Представим проект отчета об изменении чистых активов венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества (табл. 3).

Таблица 3

**Проект отчета об изменении чистых активов венчурного фонда,
созданного по договору инвестиционного товарищества /
Draft of Changes of Net Assets**

Отчет об изменении чистых активов товарищей за год, заканчивающийся 31 декабря 2023 г.			
	Чистые активы товарищей		Всего
	управляющего товарища	товарищей-вкладчиков	
На 01.01.2021			
Вклады			
Изъятия			
Увеличение (уменьшение) чистых активов товарищей за отчетный период			
На 31.12.2022			
Вклады			
Изъятия			
Увеличение (уменьшение) чистых активов товарищей за отчетный период			
На 31.12.2023			

Источник: разработано автором / Source: developed by the author.

Проект отчета о движении денежных средств

В отчете о движении денежных средств для компаний, которые не являются инвестиционными организациями, традиционно рассчитывают и представляют операционный, инвестиционный и финансовый денежные потоки. В рассмотренных выше иллюстративных примерах вне зависимости от стандартов, по которым составлена финансовая отчетность, в отчете о движении денежных средств представлена информация в разрезах операционной и финансовой деятельности, что является логичным и закономерным механизмом раскрытия информации о деятельности инвестиционной компании. Операционная деятельностью венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, заключается в эффективном размещении ресурсов, что обуславливает отсутствие денежного потока от инвестиционной деятельности в проекте отчета о движении денежных средств (табл. 4).

Таблица 4

**Проект отчета о движении денежных средств венчурного фонда,
созданного по договору инвестиционного товарищества /
Draft of Cash Flow Statement**

Отчет о движении денежных средств за год, заканчивающийся 31 декабря 2023 г.		
	31.12.2023	31.12.2022
Денежные потоки от операционной деятельности		
Поступления:		
денежные средства, полученные от реализации финансовых активов		
проценты полученные		
дивиденды полученные		
прочие поступления денежных средств от операционной деятельности		

Отчет о движении денежных средств за год, заканчивающийся 31 декабря 2023 г.		
	31.12.2023	31.12.2022
Платежи:		
денежные средства, потраченные на приобретение финансовых активов	(-)	(-)
выплаченное вознаграждение за управление	(-)	(-)
выплаченное вознаграждение за успех	(-)	(-)
прочие оплаченные операционные расходы	(-)	(-)
Чистый денежный поток от операционной деятельности		
Денежные потоки от финансовой деятельности		
Поступления:		
вклады товарищей		
возврат основной суммы займов		
Платежи:		
изъятия товарищей	(-)	(-)
выплаченные проценты	(-)	(-)
Чистые денежные потоки от финансовой деятельности		
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств		
Денежные средства на начало отчетного периода		
Денежные средства на конец отчетного периода		

Источник: разработано автором / Source: developed by the author.

Раскрытие информации

Нельзя оставить без внимания рекомендации по раскрытию информации фондами прямых и венчурных инвестиций, представленные в «Рекомендациях по раскрытию информации для инвесторов»³⁰, «Международных директивах по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях»³¹. Их выполнение позволит улучшить содержание не только количественной, но и качественной информации. В частности, в примечаниях к финансовой отчетности следует раскрывать следующее: инвестиции в новые компании, включая краткое описание их бизнеса и стадии развития; текущие инвестиции и существенные события, произошедшие за период; финансовые результаты деятельности портфельных компаний, в которые направлены инвестиции, включая изменение справедливой стоимости; изменения, произошедшие в методах или процедурах определения справедливой стоимости инвестиций; существенные изменения, связанные с управляющими фондом, главным партнером, надзорным органом; изменения в инвестиционной стратегии фонда. Однако данная проблематика требует детального исследования, что выходит за рамки данной работы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате исследования моделей партнерского соглашения, которые используют на развитых рынках капитала, были определены элементы, традиционно раскрываемые в финансовой отчетности венчурных фондов, на основании которых были разработаны формы финансовой отчетности, а также предложена методика их отражения в проекте отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, которые соответствуют специфике реализации инвестиций и носят отраслевой характер: чистые активы товарищей, расходы на управление, вознаграждение за успех.

³⁰ *Investor Reporting Guidelines / Invest Europe, 2018. URL: <https://www.investeurope.eu/media/2634/ie-investor-reporting-guidelines.pdf>.*

³¹ *International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines / IPEV, October 2012. URL: https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/ipev_reporting_guidelines_ed_october_2012.pdf.*

Разработан проект финансовой отчетности для венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, который может быть положен в основу отраслевого стандарта бухгалтерского учета и обеспечит стандартизацию и повышение качества раскрытия информации на микроуровне.

Список источников

- Макушина Е. Ю. Выявление зависимости между финансовыми инструментами для структурирования венчурного раунда и инвестиционной стадией развития портфельной компании // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. 2021а. Т. 23. № 4. С. 163–179. DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.volsu.2021.4.13>.
- Макушина Е. Ю. Оценка венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности // Финансы и бизнес. 2021b. № 4 (17). С. 32–47. URL: <https://finbiz.spb.ru/2021/nomer-v-pechati-10/>.
- Макушина Е. Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. 2016. № 3 (39). С. 83–99. URL: <https://cfjournal.hse.ru/issue/view/107/122>.
- Amornsiripanitch N., Gompers P. et al. More than money: Venture capitalists on boards. *Journal of Law, Economics, and Organization*. 2019. Vol. 35. No. 3. P. 513–554.
- Appelbaum E., Rosemary B. Fees, Fees and More Fees: How Private Equity Abuses Its Limited Partners and U.S. Taxpayers / CEPR Reports and Issue Briefs, May 2016.
- Barber B. M., Yasuda A. Interim Fund Performance and Fundraising in Private Equity // *Journal of Financial Economics*. 2017. Vol. 124. No. 1. P. 172–194. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2357570>.
- Brown G. W., Gredil O. R. et al. Do private equity funds manipulate reported returns? // *Journal of Financial Economics*. 2018. Vol. 132. No. 2. P. 267–297. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.011>.
- Chakraborty I., Ewens M. Managing Performance Signals Through Delay: Evidence from Venture Capital // *Management Science*. 2018. Vol. 64. No. 6. P. 2875–2900. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2662>.
- Chen J., Leung W. S. et al. The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payouts // *Journal of Corporate Finance*. 2017. Vol. 43. P. 86–105.
- Cheung J., Corrado C. Valuation and incentive effects of hurdle rate executive stock options // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2009. Vol. 32. No. 3. P. 269–285. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11156-008-0093-8>.
- Cumming D. J., Grilli L. et al. Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis // *Journal of Corporate Finance*. 2017. Vol. 42. P. 439–459. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016>.
- Cumming D. J., Walz U. Private equity returns and disclosure around the world // *Journal of International Business Studies*. 2010. Vol. 41. P. 727–754.
- Cumming, D. J., Dai N. Hedge fund regulation and misreported returns // *European Financial Management*. 2010. Vol. 16. P. 829–857.
- Divakaran S., McGinnis P. et al. Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance / Policy Research Working Paper Series 6827. The World Bank, 2014.
- Fleischer V. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds // *New York University Law Review*. 2008. Vol. 83. No. 1.
- Fried J. M., Ganor M. Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups // *New York University Law Review*. 2006. Vol. 81. P. 967–1025.
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. How Do Venture Capitalists Make Decisions? // *Journal of Financial Economics*. 2020. Vol. 135. Iss. 1. P. 169–190. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>.
- Hüther N., Robinson D. T. et al. Paying for Performance in Private Equity: Evidence from Venture Capital Partnerships // *Management Science*. 2019. Vol. 66. No. 4. P. 1756–1782. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3274>.
- Jelic R., Zhou D. et al. Do Stressed PE Firms Misbehave? // *Journal of Corporate Finance*. 2021. Vol. 66. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101798>.
- Jenkinson T., Sousa M. et al. How fair are the valuations of private equity funds? // *SSRN Electronic Journal*. 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2229547>.
- Johan S., Zhang M. Information Asymmetries in Private Equity: Reporting Frequency, Endowments, and Governance // *Journal of Business Ethics*. 2020. Vol. 174. P. 199–220. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-020-04558-6>.
- Korteweg A., Sorensen M. Skill and luck in private equity performance // *Journal of Financial Economics*. 2017. Vol. 124. Iss. 3. P. 535–562. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.03.006>.

Lerner J., Nanda R. Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn // *Journal of Economic Perspectives*. 2020. Vol. 34. No. 3. P. 237–261. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.34.3.237>.

Marrs N., Hellebusch L. et al. 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. P. 5–15.

McCahery J. A., Vermeulen E. Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting // ECGI Working Paper Series in Law. Law Working Paper No. 213/2013.

Metrick A., Yasuda A. Economics of Private Equity Funds // *Review of Financial Studies*. 2010. Vol. 23. Iss. 6. P. 2303–2341. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/RFS/HHQ020>.

Najar D. Private equity managers' fees: estimation and sensitivity analysis using Monte Carlo simulation // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2017. Vol. 48. No. 1. P. 239–263. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11156-015-0549-6>.

Phalippou L., Rauch C. et al. Private equity portfolio company fees // *Journal of Financial Economics*. 2018. Vol. 129. Iss. 3. P. 559–585. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.010>.

Robinson D. T., Sensoy B. A. Do private equity fund managers earn their fees? Compensation, ownership, and cash flow performance // *Review of Financial Studies*. 2013. Vol. 26 (11). P. 2760–2797.

Robinson D. T., Sensoy B. A. Cyclicalities, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity // *Journal of Financial Economics*. 2016. Vol. 122. Iss. 3. P. 521–543. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.09.008>.

Schell J. M. *Private Equity Funds: Business Structure and Operations*. 12th ed. New York: Law Journal Press, 2016.

References

Makushina E.Y. (2021a). Identification of Dependence Between Financial Instruments for Structuring a Venture Round of Financing and the Portfolio Company's Investment Stage of Development. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Journal of Volgograd State University. Economics*, vol. 23, no. 4, pp. 163–179 (In Russ.). DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2021.4.13>.

Makushina E.Y. (2021b). Evaluation of Venture Investments for Information Disclosure in Financial Statements. *Finansy i biznes – Finance and Business*, no. 4 (17), pp. 32–47 (In Russ.). Available at: <https://finbiz.spb.ru/2021/номер-v-pechati-10/>.

Makushina E.Y. (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.). Available at: <https://cfjournal.hse.ru/issue/view/107/122>.

Amornsiripanitch N., Gompers P. et al. (2019). More than money: Venture capitalists on boards. *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 35, no 3., pp. 513–554.

Appelbaum E., Rosemary B. (2016). Fees, Fees and More Fees: How Private Equity Abuses Its Limited Partners and U.S. Taxpayers. CEPR Reports and Issue Briefs.

Barber B.M., Yasuda A. (2017). Interim Fund Performance and Fundraising in Private Equity. *Journal of Financial Economics*, vol. 124, no. 1, pp. 172–194.

Brown G.W., Gredil O.R. et al. (2018). Do private equity funds manipulate reported returns? *Journal of Financial Economics*, vol. 132, no. 2, pp. 267–297. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.011>.

Chakraborty I., Ewens M. (2018). Managing Performance Signals Through Delay: Evidence from Venture Capital. *Management Science*, vol. 64, no 6, pp. 2875–2900. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2662>.

Chen J., Leung W.S., Goergen M. (2017). The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payouts. *Journal of Corporate Finance*, vol. 43. pp. 86–105.

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. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11156-008-0093-8>.

Cumming D.J., Grilli L. et al. (2017). Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of Corporate Finance*, vol. 42, pp. 439–459. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016>.

Cumming D.J., Walz U. (2010). Private equity returns and disclosure around the world. *Journal of International Business Studies*, vol. 41, pp. 727–754.

Cumming, D.J., Dai N. (2010). Hedge fund regulation and misreported returns. *European Financial Management*, vol. 16. pp. 829–857.

Divakaran S., McGinnis P., Masood S. (2014). Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance. Policy Research Working Paper Series 6827. The World Bank.

Fleischer V. (2008). Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. *New York University Law Review*, vol. 83, no. 1.

- Fried J.M., Ganor M. (2006). Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups. *New York University Law Review*, vol. 81. pp. 967–1025.
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. (2020) How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, vol. 135, iss. 1, pp. 169–190. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>.
- Hüther N., Robinson D. et al. (2019). Paying for Performance in Private Equity: Evidence from Venture Capital Partnerships. *Management Science*, vol. 66, no. 4, pp. 1756–1782. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3274>.
- Jelic R., Zhou D., Ahmad W. (2020). Do Stressed PE Firms Misbehave? *Journal of Corporate Finance*, vol. 66. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101798>.
- Jenkinson T., Sousa M., Stucke R. (2013). How fair are the valuations of private equity funds? *SSRN Electronic Journal*. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2229547>.
- Johan S., Zhang M. (2020). Information Asymmetries in Private Equity: Reporting Frequency, Endowments, and Governance. *Journal of Business Ethics*, vol. 174. pp. 199–220. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-020-04558-6>.
- Korteweg, A. Sorensen M. (2017). Skill and luck in private equity performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 124, iss. 3, pp. 535–562. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.03.006>.
- Lerner J., Nanda R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 34, no. 3, pp. 237–261. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.34.3.237>.
- 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.
- McCahery J.A., Vermeulen E. (2013). Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting. ECGI Working Paper Series in Law. Law Working Paper No. 213/2013.
- Metrick A., Yasuda A. (2010). Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, vol. 23, iss. 6, pp. 2303–2341. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/RFS/HHQ020>.
- Najar D. (2017). Private equity managers' fees: estimation and sensitivity analysis using Monte Carlo simulation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 48, no. 1, pp. 239–263. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11156-015-0549-6>.
- Phalippou L., Rauch C., Umler M. (2018). Private equity portfolio company fees. *Journal of Financial Economics*, vol. 129, iss. 3, pp. 559–585. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.010>.
- Robinson D.T., Sensoy B.A. (2013). Do private equity fund managers earn their fees? Compensation, ownership, and cash flow performance. *Review of Financial Studies*, vol. 26 (11), pp. 2760–2797.
- Robinson D.T., Sensoy B.A. (2016). Cyclical performance measurement, and cash flow liquidity in private equity. *Journal of Financial Economics*, vol. 122, iss. 3, pp. 521–543. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.09.008>.
- Schell J.M. (2016). *Private Equity Funds: Business Structure and Operations*. 12th ed. New York: Law Journal Press.

Информация об авторе

Елена Юрьевна Макушина, старший преподаватель школы финансов факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва

Information about the author

Elena Yu. Makushina, Senior Lecturer, School of Finance, Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics, Moscow

Статья поступила в редакцию 24.11.2021
Одобрена после рецензирования 15.03.2022
Принята к публикации 08.04.2022

Article submitted November 24, 2021
Approved after reviewing March 15, 2022
Accepted for publication April 8, 2022