КРЕАТИВНАЯ ЭКОНОМИКА
Том 12 ● Номер 12 ● декабрь 2018
ISSN 1994-6929
Journal of Creative Economy

издательство
Креативная экономика

Институциональная среда и спецификация контрактов фондов прямых инвестиций: современные эконометрические подходы

Мусатова М. М.[1], *Лугачева Л.И.*[1]
[1] Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск, Россия

АННОТАЦИЯ:

В статье рассмотрены сложившиеся в последние десятилетия зарубежные подходы к эконометрическому моделированию деятельности фондов прямых частных инвестиций (PEF), отражающие влияние институтов на эффективность деятельности кэптивных фондов, экономические аспекты и результативность различных сегментов индустрии PE (private equity), спецификацию контрактов и их выполнение в фондах прямых частных инвестиций. Критический анализ этих подходов представляется безусловно актуальным на фоне намечающегося восстановления индустрии PE в России. Зарубежный опыт эмпирического и эконометрического моделирования институциональных особенностей рынка PE может быть полезен для привлечения профессионалов-экспатов и отечественных менеджеров в российскую индустрию PE. Его результаты анализируются с целью их адаптации для российского рынка PE.

ФИНАНСИРОВАНИЕ. Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 17-02-00016-ОГН.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: фонды частных прямых инвестиций (PEF), их виды, институциональные особенности, анализ зарубежных подходов, эконометрическое моделирование.

Institutional environment and specification of direct investment fund contracts: modern econometric approaches

Musatova M. M.[1], *Lugacheva L.I.*[1]
[1] Institute of Economics and Industrial Engineering, Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Russia

Введение

Переход к постиндустриальной экономике развитых стран мира в конце 1980-х гг., бурное развитие инновационных предпринимательских инициатив вызвало появление нового финансового сектора экономики – индустрии PE/VC (private equity/venture capital industry), направляющей денежные потоки в виде капиталов инноваторам. В конце XX века фонды прямых инвестиций управляли в мировой экономике капиталом примерно в $1 трлн, а в годы бума (начала цикла) начала XXI века фонды выкупа были ответственны примерно за одну четверть всей глобальной деятельности по слияниям и поглощениям (M&A) [19] *(Metrick, Yasuda, 2010)*.

В 1990-е годы PE/VC-индустрия начала тесно сотрудничать не только с непубличными компаниями и технологическими предпринимателями, но и с банковским сектором, использую его капитал. Коммерческие банки (КБ) сектора PE стали выступать заметными агентами частного сектора рынка прямых инвестиций. Зачастую банки инвестировали избыток ликвидности в различные типы фондов, меняя институциональные параметры рынка PE: специфику финансирования, формирования портфеля PE, степень своего участия в финансировании проектов и др.

В XXI веке инвестиционная индустрия PE/VC индустрия стала приобретать размеры большие, чем банковский сектор, отчетливо стали проявляться ее характерные отличия от банковского сектора (*табл. 1*). Темпы ее развития стали существенно более высокими по сравнению с темпами банковской сферы, поскольку она обеспечивает инвестиционную подушку технологическому предпринимательству и инновационной экономике.

Накопленные эмпирические факты за продолжительный период существования индустрии PE позволили провести анализ институциональных особенностей ее функционирования, в том числе и с помощью эконометрического моделирования.

В статье рассмотрены сложившиеся в последние десятилетия зарубежные подходы к эконометрическому моделированию деятельности PEF, отражающие влияние инсти-

ABSTRACT:

The article examines the foreign approaches that have taken shape in recent decades to econometric modeling of private equity funds (PEF), reflecting the impact of institutions on the performance of captive funds, economic aspects and performance of various segments of the PE industry (private equity), specification of contracts and their implementation in funds direct private investment. A critical analysis of these approaches seems undoubtedly relevant against the backdrop of the emerging recovery of the PE industry in Russia. The foreign experience of empirical and econometric modeling of the institutional characteristics of the PE market can be useful for attracting professional expats and domestic managers to the Russian PE industry. Its results are analyzed in order to adapt them for the Russian PE market.

KEYWORDS: private equity funds (PEF), their types, institutional features, analysis of foreign approaches, econometric modeling

JEL Classification: C10, C19, G34 **Received: 24.11.2018 / Published: 28.12.2018**

For correspondence: Musatova M. M. (maria.musatova@gmail.com)

CITATION:

Musatova M. M., Lugacheva L.I. (2018) Institutsionalnaya sreda i spetsifikatsiya kontraktov fondov pryamyh investitsiy: sovremennye ekonometricheskie podkhody [Institutional environment and specification of direct investment fund contracts: modern econometric approaches]. Kreativnaya ekonomika. 12. (12). – 1989-2000. doi: 10.18334/ce.12.12.39668

Таблица 1

Сравнительный анализ институциональных особенностей индустрии PE и банковского сектора

Поведенческие метрики	Индустрия PE	Банковский сектор
Механизм взаимодействия с предпринимательским сектором	Предоставление капитала	Предоставление кредита
Характер взаимосвязи активов организации и функций по управлению	Институциональная обособленность активов PE и управления портфелем проектов	Органичная взаимосвязь в пределах одного центра
Ответственность по рискам деятельности: управляющего и риски инвестора, (включая репутационные риски)	В конструкции фондов предусмотрена дифференциация ответственности и рисков для инвесторов и управляющих (LP/GP[1])	Риски управляющего риски инвестора (включая репутационные риски) неразделимы
Принципы для хеджирования рисков	Диверсификация рисков на основе портфеля серийных проектов. Портфельный принцип, инвестирования, позволяющий не только управлять, серийными проектами, но и снимать риски	Снижение различных рисков одного проекта
Мотивации менеджмента	Согласование интересов инвесторов и управляющих мотивация 2% – плата за текущее управление и 20% – плата за успех проекта.	Без согласования интересов инвесторов и управляющих Высокая зарплата и бонусы менеджмента
Источники финансирования	Специфические: эндаументы, фонды фондов, семейный офис и негосударственные пенсионные фонды, международные организации	Традиционные: собственные и заемные средства центральных банков

[1] LP – это limited partners. LP – партнеры с ограниченной ответственностью. GP – general partners, партнеры с генеральной (общей) ответственностью. В LP инвестор ограничивает свою ответственность размером его инвестиций, а GP ограничивает свою ответственность размерами всего своего имущества. В случае «провала» с управлением фондов отвечает всем своим имуществом.

Источник: составлено авторами на основе [2] (Chubays).

ОБ АВТОРАХ:

Мусатова Мария Михайловна, кандидат экономических наук, доцент, старший научный сотрудник (maria.musatova@gmail.com)

Лугачева Лариса Ивановна, кандидат экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник (lugamus@yandex.ru)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Мусатова М. М., Лугачева Л.И. Институциональная среда и спецификация контрактов фондов прямых инвестиций: современные эконометрические подходы // Креативная экономика. – 2018. – Том 12. – № 12. – С. 1989-2000. doi: 10.18334/ce.12.12.39668

тутов на эффективность деятельности кэптивных фондов, экономические аспекты и результативность различных сегментов индустрии PE, спецификацию контрактов и их выполнение в фондах прямых частных инвестиций. Критический анализ этих подходов, представляется, безусловно, актуальным на фоне намечающегося восстановления индустрии PE в России

Особенности совместного инвестирования банков и фондов прямого частного капитала

Участие КБ-банков в капитале PEF для национальных экономик стало традиционным направлением их деятельности. Так, согласно данным Фанг, Ивашина, Лернер [6] *(Fang, Ivashina, Lerner, 2013)*, в США в период 1983–2009 гг. около 30% всех частных инвестиций в ценные бумаги, представляющие стоимость транзакции (более 700 млрд долл.), были спонсированы частным акционерным капиталом крупных банков. С середины 1980-х годов долговое финансирование сделок с PE в основном приходится на форму синдицированных кредитов. К настоящему времени у банков есть два способа инвестировать в сделки с прямым частным капиталом в непубличные компании: они могут выступать в роли инвестора по капиталу или одновременно и как инвестора по капиталу, и как кредитора долга. Оба типа инвестиций могут быть мотивированы положительными или отрицательными причинами.

Инвестиции в ценные бумаги не только позволяют банкам перепродавать разнообразные банковские продукты фирмам, но также создают потенциальное информационное взаимодействие между различными подразделениями банка, которое может привести к прибыльным инвестициям для банка в целом [12] *(Hellmann, Lindsay, Puri, 2008)*. С точки зрения стратегии развития КБ ключевым моментом является вопрос о соотношении положительных и отрицательных внешних эффектов (*табл. 2*).

Таблица 2

Экстерналии участия банков от инвестирования в PEF

Положительные внешние эффекты	Отрицательные внешние эффекты
Возможность банков перепродавать разнообразные банковские продукты непубличным фирмам, управляющей компании и т. д.	При инвестициях банков в частный капитал у банковских менеджеров возникают стимулы к росту доходов, что может способствовать максимизации волатильности на кредитном рынке и привести к системным рискам в экономике страны
Создание потенциального информационного поля взаимодействия между различными подразделениями банка, которое может привести к прибыльным инвестициям для банка в целом	Крупные банки имеют скрытые гарантии возврата инвестиций
Эффект сертификации в случаях повторного кредитования инвесторов	Проблемы агентства и конфликты интересов

Источник: составлено авторами на основе [12, 13, 22] (Ivashina, Sun, 2011).

Кросс-продажи являются рациональными операциями для банков и отражают эффективность «единого окна» банковских услуг. Работы Друкера и Пури [4] *(Drucker, Puri., 2005)* свидетельствуют о том, что банки перекрестно продают инвестиционно-банковские услуги своим клиентам. В статье Хеллмана, Линдсэя и Пури) [12] доказывается, что банки перекрестно продают услуги фирмам, которые получают свое венчурное финансирование. Поскольку банк может воспользоваться своей информацией о фирмах и о рыночных условиях для принятия решений, приносящих пользу банку за счет других инвесторов, возникают отрицательные экстерналии.

По мнению Каплана, Гомперса, Лернера и Стремберга функционированию рынка PE в целом свойственна цикличность [9, 15, 22] *(Gompers, Lerner, 2000; Kaplan, Strömberg, 2009)*, при этом процесс «включения» банков в покупку акций непубличных компаний процикличен, то есть подвержен еще более выраженной цикличности [14] *(James, Weir, 1990)*.

Фанг, Ивашина и Лернер провели эконометрическое моделирование эффективности деятельности «кэптивных» фондов, сравнивая его с эталонным PEF, осуществляющим реализацию своих проектов автономно [6] и тестируя гипотезы:

1) роль сертификационных эффектов (в случае если банк проводит аффилированные сделки или выступает как долевой инвестор) положительная;

2) в случае сделок PE, финансируемых материнской компанией через банк, происходит уменьшение конфликтов между агентами, связанных с заемным и акционерным капиталом;

3) вовлечение банков в деятельность фондов PE приводит к увеличению кросс-продаж банковских продуктов;

4) вовлечение банков в деятельность фондов PE приводит к отрицательному внешнему эффекту – чрезмерной волатильности на кредитном рынке;

5) в случае если банк проводит аффилированные сделки или выступает как долевой инвестор, то финансирование происходит на более выгодных условиях (по сравнению со сделками, финансируемыми исключительно PEF).

На основе probit-регрессионных моделей Фанг, Ивашина и Лернер оценили условия финансирования на момент заключения сделки и закрытия и пришли к выводу о том, что сделки, финансируемые автономным фондом, имеют лучшие условия финансирования и заключаются с более высокой EV/EBITDA. С помощью мультиномиальной логит-регрессии были количественно оценены детерминанты инвестиций в частный акционерный капитал, аффилированных с банком и финансируемых исключительно PEF. В целом сделки с аффилированными банками имеют несколько худшие показатели условий финансирования по сравнению с самостоятельными сделками. На 30% профиль полученных эконометрических оценок идентичен результатам исследования, выполненного Лопез-де-Силанесом, Фалипоу и Готшелгом с использованием международных данных [18].

После финансового кризиса 2008 г. в США государство путем законодательных инициатив стало ограничивать участие банков в такой рискованной деятельности, как инвестирование в ценные бумаги, в том числе и покупку акций непубличных компаний, участие в PEF[1], поскольку без контроля многие банки могут разориться и нанести вред всей финансовой системе.

По сравнению с развитыми странами мира, отличающимися весьма динамичным функционирование рынка PE, в России, несмотря на то что за последние 10 лет число PEF выросло почти на 80%, объемы PE и VC явно недостаточны [2] для проведения масштабного эконометрического моделирования. Вместе с тем законодательный опыт регулирования в США участия банков в операциях купли-продажи ценных бумаг на свои собственные средства, безусловно, будет важен в условиях возобновления активного развития сферы PE в России, как пример демпфирующего воздействия на возможные отрицательные экстерналии.

Экономические аспекты и результативность различных сегментов индустрии PE

Они рассматриваются в рамках второго направления эконометрического моделирования деятельности PEF, изучающего поведенческие и структурные характеристики сектора PE, взаимосвязи институциональной матрицы индустрии PEF и результативность ее функционирования.

Анализ доходности индустрии PE на основе выручки был впервые исследован Гомпресом и Лернером [8, 9] *(Gompers, Lerner, 1999; Gompers, Lerner, 2000)*, которые рассматривали исключительно фонды VC и анализировали изменения временных рядов их выручки в условиях фонда. Похожие вопросы с юридической точки зрения и дополнительные условия партнерских соглашений рассмотрены Чангом, Сенсоем [11] *(Chung, Sensoy, Stern, Weisbach, 2012)*. Несколько расширил анализ контрактных отношений Литвак [17] *(Litvak, 2009)*. Моделирование оценки доходности в различных условиях ценообразования на опционы проведено Коннера [10] *(Conner, 2005)* в ситуации ex post.

Дополнительные выводы были сделаны Метриком и Ясудой в ходе обширного эмпирического анализа и эконометрического моделирования доходности двух типов фондов прямых инвестиций данных за 1993–2006 гг. в работе [19]. Основная информация для обработки и эконометрического анализа была получена от крупнейшего инве-

[1] **Правило Волкера** (*The Volcker Rule*) – это особая часть Закона Додда-Франка, принятая финансовыми регуляторами США. Закон ограничивает участие банков США в операциях купли-продажи ценных бумаг на свои собственные средства, изначально предназначенные для покрытия обязательств перед его клиентами. Правило распространяется на банки, которые привлекают вклады от населения и организаций. Изменение, в первую очередь, направлено на ограничение рискованной деятельности системообразующих банков, таких как Goldman Sachs, Morgan Stanley и JPMorgan Chase.

стора: по 144 PE-фондам частных инвестиций (buyout) и 94 фондам VC были представлены все потенциальные и проинвестированные средства, а также информация о показателях прошлых фондов, их инвестиционной направленности и составе команд.

Основными гипотезами A. Metrick и A. Yasuda при проведении эконометрических расчетов были:

- прибыль прямых инвестиционных фондов значительно выше, чем прибыль венчурных фондов;
- в фондах прямого инвестирования доходность партнеров, специалистов, менеджеров выше, чем в венчурных фондах.

Построенные A. Metrick и A. Yasuda [19] эконометрические модели для оценки ожидаемого дохода менеджеров в зависимости от их инвестиционных контрактов тестировали вариации ориентировочного дохода в зависимости от характеристик выборки фондов. Согласно собранным данным, около двух третей ожидаемого дохода поступает от компонент фиксированной доходности, которые нечувствительны к возрастающей продуктивности непубличных компаний. При этом менеджеры PE опираются на свой предыдущий опыт, увеличивая размер своих средств быстрее, чем VC-менеджеры.

Согласно статистике РАВИ, динамика и структура российского рынка прямых инвестиций не была впечатляющей после кризиса 2008 г. Начиная с 2013 г. происходило снижение активности в сегменте PE, что было связано оттоком зарубежных участников рынка PE, изменением экономических условий. Обвалу ситуации препятствовало интенсивное участие государства – Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ): начиная с 2016 г. число и объем инвестиций начали расти. Однако вновь создаваемые PE практически не появлялись на российском рынке [2].

Если рассматривать полученные результаты с целью их адаптации для российского рынка, то, по нашему мнению, в индустрии PE гораздо эффективнее организовывать

Таблица 3

Институциональные различия в доходности между фондами прямого инвестирования (PE) и венчурными фондами (VC)

Критерий	PE	VC
Привлечение опытных менеджеров	Повышает стоимость очень больших компаний	Повышает стоимость только маленьких компаний
Текущая стоимость дохода партнеров, специалистов, менеджеров	гораздо выше	Низкая
Фактор человеческого капитала	Повышает прибыль менеджеров	Не играет роли
Лоход на $1 затраченный в будущем	Меньше	Больше

Источник: составлено авторами на основе [13, 15, 19] (Ivashina, Sun, 2011; Kaplan, Strömberg, 2009).

PE, нежели венчурные фонды, а также обратить особое внимание на фактор человеческого капитала, так как именно он повышает прибыль фондов и вознаграждение менеджеров. Однако для РФ технологический рывок будут обеспечивать, безусловно, венчурные фонды. Оба типа прямых инвестиций по своей сути являются трудоемким бизнесом, основанным на профессиональных навыках. В России к настоящему моменту времени катастрофически не хватает высококвалифицированных менеджеров, как для PE, так и для VC. Недостатки и провалы рынка PE в России пытаются устранить с помощью государственных корпораций, и прежде всего «Роснано». Вместе с тем зарубежный опыт эмпирического и эконометрического моделирования институциональных особенностей рынка PE может быть полезен для привлечения профессионалов-экспатов и отечественных менеджеров в российскую индустрию PE.

Спецификация контрактов и их выполнение в фондах прямых частных инвестиций

Третье направление в эконометрическом моделировании институциональных деятельности PEF отражает особенности конструкции фондов LP/GP, уникальную систему мотивации менеджеров, разделение рисков при инвестировании проектов, Этому направлению посвящено множество исследований, например, [3, 5, 8, 11] *(Agrawal, Daniel, Naik, 2009; Fama, French, 2010; Gompers, Lerner, 1999; Chung, Sensoy, Stern, Weisbach, 2012)*.

Проблема поведения GP, его вознаграждения, компенсации за оперативную деятельность, их доля собственности в фонде, размер и характер собственности менеджеров в инвестиционном проекте, связанные с доходностью и продуктивностью фондов, является самой дискуссируемой проблемой в индустрии PE.

Традиционные выводы исследователей утверждают, что типичный частный долевой контракт позволяет GPs заработать чрезмерное вознаграждение и тем самым сдерживает их стимулы для максимизации отдачи для инвесторов LPs. Например, Фалиппу [20] *(Phalippou, Gottschalg, 2009)* полагает, что запутанный характер контрактов на управление позволяет GPs взимать высокую плату за низкую среднюю производительность. Другие исследователи Хорана, Серваес, Вейдж [16] *(Khorana, Servaes, Wedge, 2007)* показывают в своих работах, что PEF, предоставляющие чрезмерные вознаграждение менеджерам, недостаточно эффективны в смысле чистой прибыли от инвестиций по сравнению с РЕФ, придерживающимися тактики более низкого вознаграждения.

На этом фоне выделяется своими нетривиальными выводами исследование на основе эконометрического моделирования оплаты труда менеджеров PE Робинсон и Сенсой [21] *(Robinson, Sensoy, 2013)*, учитывающее такие факторы, как доходность фонда, влияние формирующихся денежных потоков, участие менеджеров в собственности фондов, отношения между условиями договора управления в PEF и его выполнением и др.

Робинсон и Сенсой. сформировали выборку по 837 фондов обратного выкупа PE и фондов венчурного капитала VC, объединяющих почти $600 млрд капитала за 1984–2010 гг., при этом 55,7% из них в этот же период времени были направлены в фонды PE (обратного выкупа) США.

В ходе эконометрического моделирования были выдвинуты следующие гипотезы:

1. Результативность работы фондов с высокой операционной платой менеджерам и управляющим менее эффективна по сравнению с фондами с более низкой платой.

2. Высокая компенсация GPs не вызывает адекватных стимулов, что в конечном счете означает низкую отдачу для ограниченных инвестиций.

3. Контракты на управление отражают (потенциально ограниченные) эффективные результаты переговоров между сторонами, продуктивные навыки GPs, а также агентские проблемы, с которыми сталкивается LPs.

Робинсон и Сенсой по регрессионным моделям на основе уникальной выборки показали несколько иную картину, нежели традиционные представления о вознаграждении тор-менеджеров: отсутствие зависимости «чем выше вознаграждение или более низкая управленческая собственность, тем более низкой является чистая доходность фонда»; плата за управление по существу не связана с валовой выручкой фонда; показатели эффективности выше среди фондов PE с низким уровнем владения собственностью фонда среди менеджеров: высокоэффективные GPs предпочитают диверсифицировать свои личные портфели ценных бумаг. Эти выводы, безусловно, необходимо принимать во внимание институциональным структурам для активизации деятельности индустрии PE в инвестиционном процессе.

Заключение

В России, как отмечают эксперты, с одной стороны имеется достаточно «свободных» денег на банковских счетах, с другой стороны, существует множество доходных проектов, которые могли бы принести пользу обществу, но при этом найти финансирование по ним весьма затруднительно. Потенциальные капиталы и недофинансированные проекты, как правило, не могут найти консенсус друг с другом по трем параметрам: срокам возврата, уровню доходности и приемлемым рискам. Следует отметить, что в последние годы меняющиеся геополитические условия, нестабильность мировой экономики снизили планку требований с той и с другой стороны по двум из названных параметров. Однако серьезной проблемой остается снижение и устранение рисков и поиск профессиональных команд.

Возможности повышения эффективности PEF могут быть значительно расширены за счет информирования участников финансового рынка об эффективности и результативности их деятельности, роста рыночной стоимости их бизнеса и управляемых активов даже в условиях нестабильности российской экономики. Начавшееся оживление рынка PE, переосмысливание итогов предыдущего цикла привели к изменениям стратегий PEF. Если в 2007–2013 гг. стремительное оживление рынка PE снизило планку требований к менеджерам фондов: ими становились выпускники MBA без опыта работы, инвестбанкиры средней руки, аналитики, маркетологи и непрофессионалы, то возросшая активность, меняющиеся внешние условия во время санкционной политики кардинальным образом изменили требования к профессионализму GPs. PEF стали приглашать в качестве менеджеров фонда только лучшие в мире индустриальные команды. В этой связи качественные и количественные подходы к стимулированию их труда, сложившаяся в мире структура вознаграждения, проанализированные в зарубежных публикациях, имеют чрезвычайно важное значение для России.

ИСТОЧНИКИ:

1. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России I полугодие 2018 года. Rvca.ru. [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook (дата обращения: 21.10.2018).
2. Чубайс А. Технологическое предпринимательство и глобальные технологические тренды. Открытая лекция. Rusnano.com. [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusnano.com/about/press-centre/first-person/20160411-fiop-otkrytaya-lektsiya-chubaisa (дата обращения: 04.05.2018).
3. Agrawal V., Daniel N., Naik N. Role of managerial incentives and discretion in hedge fund performance // Journal of Finance, 2009. – № 64.
4. Drucker S., Puri. M. On the benefits of concurrent lending and underwriting // Journal of Finance, 2005. – № 60.
5. Fama E.F., French K. R. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns // Journal of Finance, 2010. – № 65.
6. Fang L., Ivashina V., Lerner J. Combining Banking with Private Equity Investing // Review of Financial Studies, 2013. – № 9.
7. Cochrane J. The Risk and Return of Venture Capital // Journal of Financial Economics, 2005. – № 75.
8. Gompers P., Lerner J. An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership // Journal of Financial Economics, 1999. – № 51.
9. Gompers P., Lerner J. Money chasing deals? The impact of funds inflows on the valuation of private equity investments // Journal of Financial Economics, 2000. – № 55.
10. Conner A. The Economic Value of Terms and Conditions: What Is Worth Fighting For? // Journal of Private Equity, 2005. – № 8.
11. Chung J.-W., Sensoy B.A., Stern L., Weisbach M.S. Pay for performance from future fund flows: The case of private equity // Review of Financial Studies, 2012. – № 25.
12. Hellmann T., Lindsay L., Puri M. Building relationships early: Banks in venture capital // Review of Financial Studies, 2008. – № 21.
13. Ivashina V., Sun Z. Institutional demand pressure and the cost of leveraged loans // Journal of Financial Economics, 2011. – № 99.
14. James C., Weir P. Borrowing relationships, intermediation and the cost of issuing public

securities // Journal of Financial Economics, 1990. – № 28.
15. Kaplan S., Strömberg P. Leveraged buyouts and private equity // Journal of Economic Perspectives, 2009. – № 23.
16. Khorana A., Servaes H., Wedge L. Portfolio manager ownership and fund performance // Journal of Financial Economics, 2007. – № 85.
17. Litvak K. Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements // University of Chicago Law Review, 2009. – № 76.
18. Lopez-de-Silanes F., Phalippou L., Gottschalg O. Giants at the gate: On the cross-section of private equity investment returns.Working Paper, University of Oxford-2011
19. Metrick A., Yasuda A. The Economics of Private Equity Funds // Review of Financial Studies, 2010. – № 6.
20. Phalippou L., Gottschalg O. Performance of Private Equity Funds // Review of Financial Studies, 2009. – № 22.
21. 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. – № 11.
22. Strömberg P. The new demography of private equity. –Working Paper. – Stockholm Institute for Financial Research, 2008

REFERENCES:

Agrawal V., Daniel N., Naik N. (2009). Role of managerial incentives and discretion in hedge fund performanceJournal of Finance. (64).

Chung J.-W., Sensoy B.A., Stern L., Weisbach M.S. (2012). Pay for performance from future fund flows: The case of private equity Review of Financial Studies. (25).

Cochrane J. (2005). The Risk and Return of Venture Capital Journal of Financial Economics. (75).

Conner A. (2005). The Economic Value of Terms and Conditions: What Is Worth Fighting For? Journal of Private Equity. (8).

Drucker S., Puri. M. (2005). On the benefits of concurrent lending and underwriting Journal of Finance. (60).

Fama E.F., French K. R. (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns Journal of Finance. (65).

Fang L., Ivashina V., Lerner J. (2013). Combining Banking with Private Equity Investing Review of Financial Studies. 26 (9).

Gompers P., Lerner J. (1999). An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership Journal of Financial Economics. (51).

Gompers P., Lerner J. (2000). Money chasing deals? The impact of funds inflows on the valuation of private equity investments Journal of Financial Economics. (55).

Hellmann T., Lindsay L., Puri M. (2008). Building relationships early: Banks in venture capital Review of Financial Studies. (21).

Ivashina V., Sun Z. (2011). Institutional demand pressure and the cost of leveraged loans Journal of Financial Economics. (99).

James C., Weir P. (1990). Borrowing relationships, intermediation and the cost of issuing public securitiesJournal of Financial Economics. (28).

Kaplan S., Strömberg P. (2009). Leveraged buyouts and private equity Journal of Economic Perspectives. (23).

Khorana A., Servaes H., Wedge L. (2007). Portfolio manager ownership and fund performance Journal of Financial Economics. (85).

Litvak K. (2009). Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements University of Chicago Law Review. (76).

Metrick A., Yasuda A. (2010). The Economics of Private Equity Funds Review of Financial Studies. 23 (6).

Phalippou L., Gottschalg O. (2009). Performance of Private Equity Funds Review of Financial Studies. (22).

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. 26 (11).