

Инвестиционные фонды в инновационной экономике: эволюция и эффективность

Е.П. ТОРКАНОВСКИЙ, кандидат экономических наук, генеральный директор
ЗАО «Независимая инжиниринговая компания», Москва.

E-mail: tork@tarnor.ru

В статье анализируются проблемы эволюции роли и деятельности инвестиционных фондов на различных этапах создания и использования инноваций, включая участие государства. Выделяются современные тенденции развития инвестиционных фондов в мире, и на этой основе даются рекомендации по финансированию реализации стратегии инновационного развития Российской Федерации через механизм инвестиционных фондов.

Ключевые слова: инвестиционный фонд, инновация, эффективность, тенденции развития

Создание инвестиционных фондов зачастую считается панацеей как с точки зрения обеспечения инноваций финансированием, так и развития малого и среднего предпринимательства. Однако, как и всякий экономический инструмент, инвестиционный фонд имеет свои преимущества и ограничения, а главное условие его эффективного функционирования – обеспечение наполняемости финансовыми ресурсами. Пока же тенденция обратная – так, стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов (ПИФов) за 2008–2013 гг. сократилась на 16% (без учета инфляции), а количество самих ПИФов – уменьшилось с 1047 до 826.

Эволюция роли инвестиционных фондов

К сожалению, в отечественной экономической литературе отсутствует общепринятое всеобъемлющее определение инвестиционного фонда. В настоящей статье под инвестиционным фондом мы подразумеваем экономический механизм сбора денежных средств участников фонда, их использования для создания обособленного имущественного комплекса, представляющего собой вложения в ограниченное число обычно заранее широко определенных активов, проектов, компаний, и последующего распределения доходов от таких вложений пропорционально долям участия. Инвестиционный фонд предполагает

распределение риска инвестиций среди участников с обеспечением заданного (ожидаемого или объявленного) уровня доходности. Он является высокоэффективным механизмом структурирования риска и работы с ним, что особенно важно в условиях инновационной экономики.

Роли инвестиционных фондов имеют значительные различия на разных этапах инновационного развития. Так, если на этапе зарождения инноваций роль инвестфондов ограниченная (предоставление грантов на исследования, материальных фондов и средств в рамках государственно-частного партнерства), на этапе прикладных исследований и разработок – расширенная (осуществление венчурных, высокорисковых инвестиций, определение перспективных направлений и разработок), то на этапах вывода инновации на рынок, начала массового производства, захвата рынка она становится основной.

Поскольку в России существует огромный научный потенциал, основное внимание уделяется роли инвестиционных фондов на этапах зарождения инновации, участия в фундаментальных исследованиях, не имеющих непосредственного практического значения. Однако на деле роль инвестиционных фондов на этом этапе достаточно ограничена, потому что на этапе зарождения невозможно определить, является ли идея коммерчески жизнеспособной или представляет вклад в копилку знаний человечества. Положительный результат фундаментальных исследований зачастую связан не с конкретными, достаточно узкими направлениями использования денежных ресурсов, он непосредственно зависит от валового объема инвестируемых средств, что для инвестиционного фонда, обладающего конечным объемом ресурсов, неприемлемо. Такая деятельность слишком рискованна для частного капитала и должна ложиться на плечи государственного бюджета, который выполняет роль механизма совместного инвестирования всех налогоплательщиков. Как правило, при достижении результата, имеющего перспективы использования в прикладных технологиях, плоды такого инвестирования не распределяются поровну между инвесторами и не поступают в собственность государства, а приватизируются отдельными корпорациями или частными лицами – учеными и предпринимателями.

Роль государства на этапе отбора инновационных проектов

Для проведения научно-технической экспертизы при отборе инновационных проектов на получение государственной финансовой поддержки, особенно на начальных этапах, привлекаются опытные высококвалифицированные специалисты в той или иной научной области. Первый этап отбора связан с рецензированием предложенных проектов отдельным специалистом (либо автономно несколькими специалистами), на втором – инновационный проект обсуждается на экспертном совете, и по итогам принимается решение о выделении государственного финансирования.

Критерии выбора проекта связаны с нацеленностью на развитие технологии или продукта, новизной и глобальной возможностью реализации проекта. Например, задача Фонда содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (Фонд Бортника) – оказание прямой финансовой, информационной и иной помощи малым инновационным предприятиям, реализующим проекты по разработке и освоению новых видов наукоемкой продукции и технологий на основе принадлежащей этим предприятиям интеллектуальной собственности. А обычные критерии выбора проекта для финансирования – это цена контракта, качество работ и квалификация участника конкурса и срок выполнения работ.

Показатели, используемые для расчета баллов по критерию «Качество работ и квалификация участника конкурса», включают:

- *научно-технический уровень разработки*: оценка имеющегося научно-технического задела, новизны, наличия прав на интеллектуальную собственность по тематике проекта и схемы защиты интеллектуальных прав на разрабатываемую продукцию;
- *перспективность внедрения, коммерческой реализации создаваемого продукта*: оценка преимуществ по сравнению с существующими отечественными и зарубежными аналогами, финансового состояния предприятия (способности вложить в реализацию проекта достаточные собственные средства), анализ рынка и бизнес-стратегии коммерциализации продукта. Это подтверждается отзывами потенциальных потребителей о продукции, документами, подтверждающими возможность сбыта, протоколами о намерениях с партнерами и т. п. При отсутствии в составе заявки информации, необходимой

для оценки экономической эффективности проекта, а также при недостаточности ресурсов по паритетному финансированию из внебюджетных источников данный подкритерий оценивается в 0 баллов;

- *наличие и квалификация трудовых ресурсов для выполнения проекта*: оценка наличия у участников коллектива публикаций в реферируемых изданиях, патентов, опыта проведения НИОКР.

Анализ показывает, что в итоговой оценке проекта значимость критерия возможности его рыночной коммерциализации составляет порядка 10%, а совокупная значимость критериев цены и срока НИОКР – 55%. Естественно, что отсутствие сопряжения между возможностями научного исследования и рыночной коммерциализации ведет к недостаточному финансированию инновации на последующих этапах (вывод на рынок, начало массового производства, захват рынка), в особенности со стороны негосударственных инвесторов (включая инвестиционные фонды), у которых порядок и критерии выбора проектов разительным образом отличаются от используемых для распределения государственного финансирования.

Значение государственных научных фондов состоит в создании альтернативного и дополнительного механизма финансирования российской науки, помимо бюджетного. На этом этапе необходимо решающее участие научной общественности в определении направлений государственного финансирования инноваций, а с этим в России возникают серьезные проблемы.

Через государственный бюджет должно происходить перераспределение ресурсов от основной массы налогоплательщиков и отраслей экономики в пользу отраслей, определяемых государством. Эффективность решений по инвестициям в развитие инновационной экономики вероятна и подчиняется нормальному распределению при отсутствии посторонних вмешательств. Оценка же государственного персонала, занятого в инвестиционной сфере, обусловлена политическими обстоятельствами и связана со стремлением ограничить количество возможных ошибок при принятии управленческих решений. Поэтому для государства и привлекаемого им персонала более целесообразным представляется получение иностранных, уже обкатанных инноваций как легальным, так и нелегальным образом (например, промышленный шпионаж, скапка и копирование технологий и т.п.). Это позволяет

государственному персоналу обосновать свои решения даже при неэффективности инвестиций и сократить непроизводительные расходы государственного бюджета.

Таким образом, с государственной точки зрения, выгоднее быть догоняющим, чем первопроходцем. В этой связи становятся неизбежными экономические (но не публично-административные) провалы госкорпораций и фондов типа «Роснано» и РВК.

Роль инвестиционных фондов на дальнейших этапах развития инновационных проектов

На этапах вывода инноваций на рынок и массового производства инновационного продукта государство должно отходить на второй план, освобождая пространство для частной инициативы и риска, используя, помимо собственных прямых инвестиций, иные инструменты (например, стимулирование спроса на национальные инновационные продукты, государственные закупки, налоговые льготы и пр.). В России роль государственного инвестиционного персонала на этих этапах становится как никогда велика, что не способствует развитию предпринимательской инновационной деятельности.

Ключевым для фонда является не решение, куда инвестировать, а как привлечь деньги. Поскольку эта основная задача для государственных фондов (например, РВК) решена, то распределение полученных средств в проекты второстепенно, и появление интересных проектов носит случайный, а не запрограммированный характер. Одновременно государственные фонды вынуждены отказаться от такого важного преимущества инвестфонда, как оперативное непосредственное взаимодействие с инновационными предприятиями, создавая посредников для отсева проектов. Характерный пример – институт венчурных партнеров Фонда посевных инвестиций РВК, без которых невозможно представить инновационный проект. Регистрация венчурного партнера обходится в 50 тыс. руб., а его основной обязанностью является заполнение заявочного пакета инновационной компании по определенной форме.

С другой стороны, для нормального венчурного фонда важен результат инвестиций, чтобы привлечь пул инвесторов для

следующего фонда. Российские государственные программы из-за особенностей бюджетного процесса имеют одноразовый характер, и удовлетворительный результат, полученный инвестиционным фондом, никак не влияет на получение средств от государства в будущем.

Венчурные инвестиции в мире подразумевают активное участие венчурного инвестора в делах компании, что представляется излишним и неэффективным, если от имени венчурного инвестора выступает государственный чиновник, как в России. С этим связан невысокий процент успешных отечественных компаний, появляющихся в результате государственных венчурных инвестиций, так как предприниматели, в основном начинающие, совершают множество стандартных ошибок, которые не могут быть своевременно диагностированы и исправлены. Частично эти проблемы решаются через бурно развивающуюся систему бизнес-инкубаторов, но для достижения максимума эффективности необходим активный мониторинг со стороны инвестора на всех стадиях развития проекта, а не только на начальной.

В современных условиях было бы целесообразно сосредоточить бюджетные ресурсы на более ранних стадиях инновации, перенеся акцент участия государства на создание платежеспособного спроса на инновационную продукцию. А внедрение технологий оставить частному предприятию, ясно осознающему перспективы сбыта.

Модели функционирования частного инвестиционного фонда

У частных венчурных фондов, альтернативных государственным и спонсируемым государством, есть свои особенности.

Сейчас инвестиционный фонд – наиболее быстрый механизм перевода денежных средств из одной компании или отрасли экономики в другую. Несмотря на жесткое регулирование, решение о денежных инвестициях принимается оперативно ограниченным кругом лиц, без многочисленных согласований. Схема принятия инвестиционных решений в таком фонде сильно отличается от аналогичной процедуры в иных экономических структурах.

Процесс выбора объектов инвестиций фондом может быть смоделирован путем математической формализации соотношения риска и доходности инвестиционных объектов по действующим селекционным правилам и подходам.

Общий подход к проектированию моделей функционирования инвестиционного фонда позволяет сделать вывод о его стремлении сократить объем вложений до экономически обоснованного (он обусловлен затратами фонда на мониторинг и поддержание инвестиционного объекта в портфеле, которые остаются постоянными независимо от величины индивидуальной инвестиции) с максимальным увеличением предполагаемого дохода. При сравнении двух объектов с идентичным *объемом необходимых инвестиций* (V_i) предпочтение будет отдаваться тому, который обещает более высокий *предполагаемый доход* (R_i).

Используя биномиальную модель, можно предположить два исхода для каждого инвестиционного объекта: первый – успешное получение предполагаемого дохода и второй – потеря инвестиций. Пределом риска для инвестиционного фонда выступает размер его вклада в инвестиционный объект, который может быть потерян при негативном развитии событий. Логично включить в уравнение риск вложения в инвестиционный объект, определяемый как *вероятность получения предполагаемого дохода* (S_i) и *вероятность потери инвестиций* (F_i), причем $S_i = 1 - F_i$. Тогда поведение инвестиционного фонда (P) при выборе портфеля описывается следующим уравнением:

$$P = \max (R_i \cdot S_i / V_i), \text{ или } P = \max (R_i \cdot (1 - F_i) / V_i).$$

Пусть V_i остается постоянным. Тогда при заданном изначально уровне риска инвестиционный фонд будет стремиться к максимизации предполагаемого дохода. При высокорисковых инновационных инвестициях (при стремлении $1 - F_i$ к 0) инвестиционный процесс ориентируется исключительно на более высокий предполагаемый доход (R_i).

При близких к предельным показателям рискованности инвестиций (т.е. венчурных инвестициях) мы имеем ситуацию, когда при незначительном увеличении маржинального риска маржинальный доход может разительным образом отличаться.

В этом и состоит проблема ограниченности инвестиционных фондов как универсального инвестиционного института.

Фонд ориентирован только на высокорентабельные проекты и широко масштабируемые инновации, он мало заинтересован в менее рентабельных, трудозатратных и слабо масштабируемых проектах, причем его конечной целью является прибыльная продажа инновационной инвестиции. В России же в общественном сознании утвердилась ошибочная концепция, что инвестиционный фонд – средство развития малого предпринимательства, в то время как анализ показывает, что это – средство превращения малого предпринимательства, уже существующего на этапе внедрения инновации, в крупное, минуя среднюю стадию.

Эффективность инвестиционного фонда в инновационном процессе

Действующие в России венчурные фонды находятся в поиске инновационных моделей, ориентированных на глобальные или высокоденежные рынки и появление в результате компаний с капитализацией в сотни миллионов и миллиардов долларов. Именно такие компании могут быть интересны мировому рынку капитала с точки зрения размещения на бирже и покупки профилными игроками. Непрозрачное распределение государственного инвестиционного финансирования не способствует развитию конкуренции, созданию новых национальных фондов, снижению пороговых значений целевых показателей и появлению национального рынка инновационных инвестиций (когда один фонд покупает у другого принадлежащие последнему доли в инновационной компании).

К сожалению, в России до настоящего времени не создано инвестиционных фондов для поддержки «невеликих» инноваций, что было бы чрезвычайно актуально, учитывая скромную емкость нашего внутреннего рынка практически по всем инновационным продуктам.

С другой стороны, роль инвестиционного фонда в инновационном процессе неразрывно связана с фигурой предпринимателя, который становится ключевым агентом, берущим на себя риск реализации той или иной инновации. Однако чаще всего предприниматель не является экспертом в области инновации, а ученый (инженер, изобретатель) – не предприниматель. С этим связано возникновение и постепенное

расширение участия инвестиционных фондов в процессе развития инновационного предприятия. Многие венчурные фонды и фонды прямых инвестиций заменяют управленческую команду, отодвигая основателей-предпринимателей на второй план. Фонды типа Rocket Internet в Германии или Fast Lane Ventures в России опровергают идею о решающей роли предпринимателя в успехе бизнеса – потому что они уже инвестировали в бизнес-модели, доказавшие свою жизнеспособность на других рынках. Такого рода фонды сознательно избегают предпринимательского риска, используя профессионально-менеджерский способ достижения определенных показателей деятельности. Данный подход характерен не для инноваций, но для повторения уже опробованных моделей, способов производства, технологий на новых географических рынках, то есть для **импорта инновационных моделей**.

Вознаграждение управляющего, сама структура которого зачастую стимулирует высокорисковые вложения, состоит из следующих частей:

- 1) регулярно выплачиваемое вознаграждение *за управление средствами*, рассчитываемое как определенный процент от средств, переданных или находящихся под управлением;
- 2) вознаграждение *за успех*, рассчитываемое как определенная доля от прибыли, полученной от инвестиции, после возврата первоначально вложенных средств инвестору;
- 3) *доход*, получаемый от инвестированных от имени управляющего средств.

Анализ показывает, что текущие издержки управляющего покрываются, в то время как вознаграждение за успех представляет собой бонус, прямо зависящий от достигнутых управляющим результатов. Поэтому управляющий старается инвестировать в наиболее многообещающие и, следовательно, рискованные активы. Единственными ограничителями выступают инвестиционная декларация и возможный внешний контроль со стороны независимых аудиторов или оценщиков, который может подтвердить нарушение фидуциарной ответственности. Это одно из немногих нарушений, позволяющих инвесторам привлечь к ответственности управляющего, когда обещанные результаты не достигнуты.

Современная рыночная экономика подразумевает сравнение дохода от разных типов инвестиций. При этом при одинаковом риске потери вложенного капитала доходность инвестиций, имеющих инновационный характер, значительно выше. Этим обусловлен постоянный интерес потенциальных инвесторов к инновациям, что, с одной стороны ведет к прорывам, но с другой – чревато многочисленными неудачами, процент которых особенно высок для венчурных фондов, инвестирующих в перспективные, но не доказавшие еще своей рыночной ценности технологии и продукты.

Ключевой для понимания реальной роли инвестиционных фондов в развитой экономике является схема перекладывания риска, то есть дистрибьюции инвестиционного фонда. Не зря ключевыми людьми для успеха фонда считаются дистрибьюторы, а не управляющие. Способность продать фонд как можно более широкому кругу лиц связана не столько с компетентностью управляющего и перспективами отрасли, куда предполагается направить инвестиции, сколько с достойной структурой вознаграждения дистрибьюторов фонда. Это не умаляет их ответственности в случае неудачи фонда, но получаемое вознаграждение позволяет нивелировать для них этот риск.

Инвестиционные фонды и инвестиционные консультанты (компании, предлагающие различные возможности инвестирования и инвестиционные стратегии, адаптированные к профилю инвестора) участвуют в процессе привлечения ресурсов в фонды. Именно инвестиционные консультанты определяют для своих инвесторов направления вложения средств, выбор инструментов инвестиций. Поэтому они являются наиболее ценной целевой аудиторией инвестиционных фондов, так как посредством убеждения одного инвестиционного консультанта фонд получает доступ к деньгам нескольких клиентов, а не одного, как было бы в случае прямых переговоров. Естественный вопрос – насколько независим совет инвестиционного консультанта о направлениях вложений, принимается ли решение на основе реального риска или на основе рекомендаций консультантов?

Проблема российских инвестиционных фондов – отсутствие частных дистрибьюторов, ключевого элемента инвест-

тиционной инфраструктуры, экономически выгодное развитие которой законодательно ограничено. Однако возникают механизмы, родственные по характеру инвестиционным фондам, но не требующие сложной системы дистрибуции частей. Актуальная современная тенденция в финансировании инноваций – краудфандинг, вызывающий атомизацию инвестиционного процесса. Отдельный человек становится инвестором с диверсифицированным портфелем активов, снижаются минимальный размер возможного участия в инвестициях и связанные с этим издержки, по сути, отдельный мелкий инвестор становится квазиинвестиционным фондом, самостоятельно выполняя роль управляющего. У такого инвестора нет потребности в инвестиционном фонде или специализированном финансовом посреднике. Примерами таких платформ являются американский Kickstarter, английские CrowdCube, Seedrs, кредитная платформа Funding Circle. Эта форма финансирования инноваций обладает рядом достоинств по сравнению с существующими:

- ✓ снижаются расходы на корпоративное управление, а также существующие дополнительные расходы, связанные с вложениями в инвестиционный фонд (покупка паев, ежегодные расходы на содержание управляющих, необходимость выделения доли для управляющих в получаемых доходах на вложенный капитал);
- ✓ отсутствуют сомнения в компетентности и добросовестности управляющих в отношении управления чужой собственностью;
- ✓ исчезают проблемы невозможности возместить понесенные убытки в связи с нарушениями и заменить управляющих фонда;
- ✓ появляется возможность более широкого охвата рынка для индивидуального инвестора (по сравнению с институциональным) и оперативного изменения профиля риска;
- ✓ решается проблема слишком большого количества аналогичных продуктов и фондов, и затруднений при вопросе выбора фонда и ответе на ключевой вопрос – кто персонально принимает решения об инвестициях.

Попытки создания краудфандинговых платформ в России пока не дали значимых результатов с точки зрения финансирования инноваций. Существующие платформы boomstarter, planeta.ru являются копиями международных проектов, но их деятельность направлена в основном пока на собственную раскрутку в СМИ и привлечение финансирования для себя. Выполнение такими платформами значимой экономической

функции невозможно при отсутствии эффективного государственного регулирования. Осознание общемировых тенденций даст возможность создать в России дополнительную систему финансирования инноваций, основанную на инфраструктуре и принципах инвестиционных фондов, но с *более активным участием инвесторов*. Государственное регулирование должно поддержать и упростить возможности создания и функционирования подобных структур в России, обеспечить стандарты открытия информации для инвесторов и защиты их прав.

Мировой инновационный рынок характеризуется избыточным предложением как инновационных объектов инвестирования, так и денежных ресурсов. Участие инвестиционных фондов в инновации, помимо собственно финансирования, становится индикатором приемлемости инновации рынком. С этой точки зрения важным является создание под эгидой государства и с участием научного сообщества механизма взаимодействия инвестиционных фондов и инновационных объектов инвестиций.

Для обеспечения конкурентоспособности Российской Федерации необходимо сохранение и расширение особого налогообложения инвестиционных фондов. Важно учитывать постепенное снятие барьеров для развития инвестиционных фондов в экономиках развивающихся и развитых стран. Присходящая унификация правил способствует перетеканию капитала как из одной национальной экономики в другую, так и из одной отрасли в другую посредством инвестиционных фондов. А наличие диверсифицированных портфелей позволяет обеспечить относительно гармоничное развитие отраслей в условиях конкурентной инновационной экономики. Но инвестиционные фонды, особенно на ранних этапах инновации, представляют собой локальную индустрию. Поэтому важно обеспечить государственную поддержку и сверхльготный режим для отечественных фондов, инвестирующих исключительно в отечественную экономику, и штрафной режим для фондов, осуществляющих вывоз капитала за рубеж.

Инвестиционные фонды – центральный механизм финансирования инноваций, и создание условий для их эффективного развития позволит решить задачу обеспечения инновационного развития российской экономики.