



Результаты фундаментального исследования деятельности в России инвестиционных фондов

Иван Хромушин

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС В РОССИИ — ИЗМЕНЕНИЕ РАССТАНОВКИ СИЛ...

В течение 2000 г. в российском венчурном бизнесе происходил ряд интересных процессов. Кризис 1998 г. больно ударил по отрасли, существенно снизив доходность и поставив под угрозу само существование большинства реализуемых проектов. Предстояло получать обратно предоставленное до кризиса в долларовом исчислении финансирование. Осенью 1998 г. многие фонды произвели переоценку стоимости своих вложений, в ряде случаев было списано 40—60% их стоимости. Консервативные инвесторы принимали в расчет худшие макроэкономические сценарии — снижение ВВП на 10—20% в годовом исчислении, введение контроля над ценами, гиперинфляцию, существенное усиление государственного вмешательства в экономику...

Трудная осень 1998 г. способствовала диверсификации инвестиционных групп (управляющих компаний). Значительная часть инвесторов к весне 1999 г. продали свои российские проекты либо, прекратив новые инвестиции, искали возможности выхода из них (в особенности это относится к американским инвесторам). В частности, свернули свою деятельность в России *Providence Capital*, *Junction Investors*, *CEENIS Property Fund/PBO New Europe Property Fund*; *Russian Venture Capital Fund of America*. Из большого разнообразия инвестиционных фондов «первой волны» деятельность в

России продолжили около 50—60%. (В этом можно легко убедиться, посмотрев, например, на подготовленный в 1998 г. перечень инвестиционных фондов на сайте Всемирного банка и ряд подобных исследований 1996—1998 гг.). Покупателями являлись либо смежные отраслевые группы, либо более успешные и более укоренившиеся в России управляющие компании.

Во многом именно этим и объясняется резко усилившийся после кризиса процесс консолидации, и с этого момента и следует начать отсчет этого процесса. Сменили управляющие компании фонды *Lower Volga RVF*, *Defence Enterprise Fund*, перешедшие под управление группы *Russia Partners*; *Sector Capital Fund*, перешедшего под управление *BVCP*. Двумя фондами ЕБРР управляют компании *NORUM* и *Quadriga Capital*, *SEAF*. В этом году создана группа *Eagle*, объединившая *Smolensk*, *Urals*, *Black Earth RVF's* и один венчурный фонд в Казахстане. Этот процесс будет продолжаться и дальше.

В поисках интересных инвестиционных проектов часть фондов расширили географию своей деятельности, рассматривая кроме традиционных регионов возможные инвестиции и в другие области России (в основном группа *Eagle*).

Следует признать, что одной из проблем венчурного бизнеса является недостаток качественных и доходных проектов, например, об этом заявляет на своем сайте *Sputnik Technology Ventures*: «Мы ограничены не объемом средств фон-

да, а скорее дефицитом качественных проектов» (www.sputniktech.ru).

Данная проблема многоплановая — специфическими для отрасли являются:

- Неуклонный процесс старения основных фондов на предприятиях и общая деградация технологического уровня производства во многих отраслях промышленности. Многие предприятия не в состоянии приобрести необходимое оборудование для осуществления научных исследований и разработок. Это не может не отражаться на интеллектуальном потенциале страны.

- Зачастую руководители и финансовые службы предприятий, руководители малых и средних предприятий, потенциально могущих стать объектом интереса со стороны инвесторов, не в состоянии подготовить набор необходимой документации, имеют неверное представление о его целях и задачах. Решить эту проблему можно было бы путем выпуска специализированных курсов/пособий, «базового курса по венчурному инвестированию», адаптации к российским реалиям западных пособий, описывающих механизмы работы венчурных фондов, требования к компаниям, примеры из реальной практики и т.д.

- Не развито информационное обеспечение организации процесса взаимодействия между венчурными фондами и потенциальными получателями инвестиций. Положительным примером явилось проведение РАВИ в декабре 2000 г. Первой Российской венчурной ярмар-

ки. Целесообразно было бы организовать координационный центр, например, при РАВИ, собирающий информацию как о предпочтениях фондов, так и от предприятий, желающих привлечь венчурные инвестиции. Такой информационный центр способствовал бы большей прозрачности отрасли.

Нерешенной остается и проблема выхода из компаний. Венчурные фонды, предоставив средства компании, проработав с ней несколько лет, увеличив стоимость компании, должны продать принадлежащий им пакет акций. «Стратегическим инвестором» выступают либо вставшие на ноги компании той же или смежных отраслей, диверсифицирующие свое географическое или отраслевое присутствие, либо, поскольку в России предприятия еще не накопили достаточного объема финансовых ресурсов, инвесторами чаще всего становятся стремящиеся выйти на российский рынок западные компании.

Западные портфельные фонды, вкладывая средства в российские акции, расценивают свои вложения как высокорисковые, постоянно отслеживая ситуацию и меняя степень своего присутствия на российском рынке. Стратегический же западный инвестор может прийти в некотирующуюся компанию, лишь если у него есть серьезные планы присутствия на российском рынке и он готов принять серьезные страновые риски. Еще большие трудности возникают в случаях с малыми предприятиями, ибо потенциальная прибыль компании в сочетании с высокими рисками не оправдывает затраты по выходу на российский рынок.

Кризис и девальвация рубля изменили соотношение инвестиционной привлекательности отраслей — резко повысилась перспективность проектов в экспортоориентированных секторах и предприятий, ориентированных на массового розничного потребителя внутри России.

Россию не обошел стороной и происходящий во всем мире приток средств в высокотехнологичные компании. Год 2000-й ознаменовался

созданием ряда компаний, инвестирующих в *hi-tech*, например, *Sputnik Technology Ventures* (июль 2000 г.), *Trigon I-tech Fund*, *Venture Capital Innovation Fund* (фонд фондов), не оформленные в качестве фондов *Orion Capital Advisors*, *Russia Funds Group*. Повысился интерес к подобным проектам и «старых» фондов. Одно из преимуществ высокотехнологичных компаний — для создания проекта во многих областях высокотехнологичного бизнеса прежде всего необходима идея и специальные знания, при этом вложения капитала могут быть существенно меньше, чем в отраслях старой экономики. Большие трудозатраты, интуиция и высочайшая квалификация требуются и при оценке таких проектов. Однако если проект переживет начальную стадию и окажется действительно выдающимся, под него уже проще собрать средства (подробнее об инвестировании в российский *hi-tech* см. статью А. Владова).

Четко прослеживается разделение «классических венчурных фондов», приобретающих в основном неконтрольные пакеты акций предприятий, работающих с малым и средним бизнесом, и фондов, работающих в области реструктуризации крупных предприятий.

Проблемы в области корпоративного управления привели к тому, что инвесторы стали требовать как минимум блокирующего пакета акций. Ряд фондов в качестве обязательного условия ставит наличие у компании западного партнера, чтобы совместно иметь возможность заблокировать опасные для своего бизнеса действия со стороны менеджмента компании. Другие управляющие компании, например, *BVCP*, взяли инициативу в свои руки, повысив требования к доле участия и во многих случаях приобретая контрольные пакеты.

Акцент был сделан именно на управлении компаниями и их преобразовании (реструктуризации) в течение нескольких лет. При этом фонд этой группы — *First NIS Regional Fund* предпочитал работать с крупными предприятиями, имеющими

сильный потенциал и способными стать лидерами в своих секторах. Значительный опыт в области реструктуризации имеет и *Daiwa Far East and East Siberia Fund*.

Через несколько лет закончится срок жизни проектов фондов ЕБРР. Кто останется на российском рынке? Что ждет российский венчурный бизнес?

Действующие фонды будут искать возможности выхода из проектов. Многие фонды уже напрямую сталкиваются с этой проблемой, сроки их вложений в ряд проектов уже превышают запланированные. Вряд ли стоит ожидать существенного притока в отрасль «официальных ресурсов» (редким исключением стал государственный фонд *VIF*). Масштабное предоставление средств ЕБРР в капиталы венчурных фондов было возможно лишь на начальном этапе реформирования экономики в целях содействия развитию отрасли. Прежде всего следует рассчитывать на приток частных ресурсов.

Успешные управляющие компании, в том числе управляющие фондами ЕБРР, накопившие опыт деятельности в России, будут собирать новые фонды. Этот процесс уже идет. Новый фонд собран *BVCP*, планирует собирать частный фонд на Россию *Delta Capital*, фактически по той же схеме собран инвестиционный фонд *Mint Capital*, дополнительные ресурсы в свой фонд еще ранее были привлечены фондом *Daiwa Far East and East Siberia Fund*.

На российский рынок осторожно выходят и фонды, специализирующиеся на Центральной и Восточной Европе, накопившие опыт деятельности в условиях переходных экономик и способные осуществлять более точную оценку рисков и оценивать перспективность проектов. Еще до кризиса на рынке работали финский *Alliance ScanEast Fund*, датский *The Investment Fund for Central and Eastern Europe*; *East European Food Fund*, *Baring Communications Equity Emerging Europe*; ориентированный на Восточную Европу фонд *Shimoda*. Активно присматриваются к Северо-

Западному региону России бурно развивающиеся финские управляющие компании. Ранее специализировавшаяся на странах Балтии компания *Trigon Capital* планирует собрать новый фонд на Россию.

Еще одной группой инвесторов являются мощные группы прямых инвестиций, оперирующие в глобальном масштабе на развивающихся рынках, прежде всего уже имеющие опыт работы в России, пусть даже и по другим направлениям. Эти игроки, как правило, специализируются на крупных и средних предприятиях. Среди таких инвесторов стоит выделить *Capital International*, *Global Environment Funds*, присматривающиеся к России *Carlyle Group*, *J. P. Morgan* и *Morgan Stanley*.

В мировом масштабе венчурная отрасль переживает период небывалого подъема. (Глобализация, информатизация общества, большая роль знаний и информации в бизнесе.) Несмотря на все трудности переходного периода и существенные страновые риски, венчурные капиталисты (особенно европейских стран) тщательно отслеживают ситуацию в России.

В нашей стране есть богатые возможности для реализации венчурных проектов. Прежде всего в фокусе внимания венчурных инвесторов будут промышленная реструктуризация, новые технологии и малый бизнес.

ПОРТФЕЛЬНЫЕ ФОНДЫ — ПОТЕНЦИАЛ ПРИТОКА СРЕДСТВ ПОКА СОХРАНЯЕТСЯ

Настроения портфельных инвесторов в настоящее время весьма противоречивы. Российский рынок, несмотря на огромный потенциал, показал себя очень волатильным. На еще свежие впечатления 1998 г. наложились резкие скачки рынка в 2000 г.

В настоящее время можно выделить несколько групп портфельных инвесторов на российском рынке ценных бумаг:

■ Специализированные на России фонды — это ограниченный круг, как правило, небольших инвести-

ционных фондов (размер фондов 10—20 млн долл.), около 10 фондов имеют размер 40—80 млн долл. Пожалуй, это наиболее опытная и искушенная группа инвесторов. Единственным исключением является фонд *The Hermitage* — 298 млн долл.) Высокую степень активности проявляют скандинавские инвесторы, причем размер таких фондов зачастую превышает средний по группе.

Небольшие фонды на Россию имеют крупнейшие инвестиционные группы *Chase Fleming*, *Templeton*, *Baring*, *Schroders*, информация об этих продуктах, как правило, не предоставляется в свободном доступе, а доступна лишь по запросам. Не имея возможности осуществлять страновую диверсификацию, эти фонды вынуждены нести существенные потери в периоды спада российского рынка. В связи с высоким риском вложений зачастую специализированные на России фонды предлагаются инвесторам только через специализированных инвестиционных консультантов. Рекомендованный период вложений в такие фонды обычно превышает 3—5 лет.

После кризиса 1998 г. проявилась продолжающаяся и в настоящее время нехорошая тенденция — ранее специализировавшиеся на России инвестиционные фонды начали уходить в Центральную и Восточную Европу. Так, фонд *Pictet First Russian Frontiers Trust* даже сменил название на *The Eastern European Trust*. То же самое произошло в 1998 г. и с фондом *Morgan Stanley Russia and New Europe Fund* (*Morgan Stanley Dean Witter Eastern Europe Fund*). В отчетах ряда инвестиционных фондов российский рынок характеризуется как *unregulated*.

■ Фонды, специализированные на странах Центральной и Восточной Европы, гораздо более многочисленны. В этой категории нередки фонды, размер которых превышает 300 млн евро; еще одна категория фондов находится в диапазоне 65—120 млн евро; многочисленна и категория фондов размером менее 10 млн евро (как правило, не учиты-

вались в нашем обзоре). Около 15% ориентированных на Центральную и Восточную Европу фондов не имеют вложений в Россию. Наиболее перспективными считаются Польша, Венгрия и Греция. Доля России обычно колеблется в диапазоне от 10 до 40% в зависимости от стратегии фонда и ситуации на российском рынке.

Данная группа инвесторов широко применяет возможности страновой диверсификации, их показатели более стабильны и в целом более успешны. Особо стоит выделить фонд *Griffin Eastern European Fund*, созданный 2 октября 1998 г. (!), в период максимального падения российского рынка акций и провала рынков в странах Центральной и Восточной Европы (доля России в нем составляет сегодня 27%).

Большое количество ориентированных на Центральную и Восточную Европу фондов различных управляющих компаний говорит о том, что регион обладает высокой степенью инвестиционной привлекательности. Но небольшой объем большей части этих фондов подтверждает сохраняющиеся высокие риски инвестиций в страны региона. Инвесторы копят опыт, тщательно отслеживая ситуацию.

■ Глобальные фонды — доля России в структуре вложений этих фондов была значительно сокращена с лета 2000 г. Сейчас, как правило, она составляет 1—3% и практически никогда не превышает 7—8%. Однако средний размер таких фондов существенно выше, чем фондов двух предыдущих категорий — примерно 300—400 млн долл. Нередко можно встретить фонды размером 0,8—3 млрд долл., размер лидеров достигает 40 млрд долл. Так, в фонде *EuroPacific Growth Fund* доля России составляет 0,19% (ЛУКОЙЛ ADR), что эквивалентно примерно 60 млн долл. Доля России в двух глобальных фондах *Templeton* — 1,2 и 1,3% соответственно, что эквивалентно 20 и 24 млн долл. (При среднем размере 350 млн долл. и доле России 4% получаем 14 млн долл.), и это после почти двукратного падения рынка с лета 2000 г.

Региональные фонды (Центральная и Восточная Европа), как правило, предлагаются дислоцированными в Европе инвестиционными группами. Американские инвесторы больше ориентированы на *Global Emerging markets* в целом и Латинскую Америку. Интересно отметить предложение восточноевропейских инвестиционных продуктов дислоцированными в Азии подразделениями ряда инвестиционных групп (*Nomura, Invesco ITMCo Credit Suisse ITMCo, JF Funds* и т.д.). Однако (за исключением *Templeton*) размер их, как правило, весьма незначителен.

■ Отраслевые фонды. Объемы инвестиций в Россию этой группы фондов пока еще минимальны. Многочисленные инвестиционные продукты, в том числе глобальные продукты, в основном ориентированы на развитые рынки, а также захватывают лишь ведущих эмитентов новых индустриальных стран. Однако следует отметить усилившуюся тенденцию предложения отраслевых продуктов для стран с развивающимися рынками, например, в области телекоммуникаций и энергетики, недвижимости. (Примером может служить созданный в сентябре 2000 г. *Mercury Selected Trust Emerging Markets Telecommunications Fund.*)

■ В России основными отраслями вложений являются топливно-энергетический комплекс, электроэнергетика, металлургия и связь. Прежде всего речь идет о «голубых фишках».

Многие даже небольшие фонды испытывают существенные проблемы из-за низкой ликвидности даже акций 1-го эшелона. Мало кто решает проводить операции с акциями 2-го эшелона и менее ликвидными ценными бумагами, за исключением, может быть, двух-пяти региональных компаний Связьинвеста и ряда региональных энергетических компаний.

ОЦЕНКА ПЕРСПЕКТИВ

В целом инвесторы хотели бы достичь более-менее четкого понимания сценария экономического развития страны. Выработанные на официальном уровне программ-

ные заявления, не сопровождающиеся четкими и последовательными действиями, явно недостаточны. Имея перед глазами примеры десятков стран, инвесторы больше доверяют последовательным действиям, нежели словам. Не следует опасаться оправданных протекционистских мер и мер по усилению государственного вмешательства в экономику.

Широкомасштабный приток инвестиционных ресурсов возможен лишь в развивающуюся экономику. В России же при удовлетворительной ситуации в большинстве экспортноориентированных отраслей, части отраслей массового розничного спроса продолжается деградация производственного потенциала в промышленности и сельском хозяйстве. Без **конструктивного** усиления роли государства, без четкой правительственной политики переломить эту ситуацию вряд ли удастся.

До тех пор даже при внешних признаках стабильности, временном росте экономики инвестиции в экономику России будут крайне высокорискованными, а число привлекательных инвестиционных проектов и их отраслевая диверсификация будут неуклонно сокращаться.

Еще на этапе анализа проекта венчурные капиталисты думают, как они будут выходить из этого проекта, поэтому для них более важно, какова будет экономическая ситуация через 3—8 лет, их больше беспокоят долгосрочные перспективы.

Действующие в России управляющие компании согласились взять на себя эти риски, ряд компаний продолжают присматриваться. Масштабного притока новых денег, более-менее масштабного прихода новых управляющих компаний не удастся достичь до достижения позитивных знаковых перемен в экономической и политической сфере и прохождения «определенного испытательного срока», который бы позволил удостовериться в устойчивости следования избранному курсу.

Портфельные фонды, в особенности региональные и глобальные, нацелены на более краткосрочный

период вложений, они гораздо более гибки в определении степени своего присутствия в России, реагируют даже на события меньшего масштаба, поэтому добиться существенного притока средств от этой категории инвесторов реально в большем объеме и в более короткие сроки.

Необходимы четкие и последовательные действия. ■