

## ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ ДЛЯ РАЗВИТИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

© 2013 Е.П. Торкановский\*

**Ключевые слова:** инвестиционный фонд, инновации, Россия, оценка эффективности, дистрибуция паев/участий.

Анализируются существующие способы оценки эффективности инвестиционных фондов. Определена необходимость значительного изменения концепции нормотворчества для защиты и развития инвестиционного потенциала Российской Федерации, отказа от доминирующей роли банков как инвестиционного ресурса для инноваций. Предлагается ряд мер, необходимых для эффективного использования механизма инвестиционных фондов для целей инновационного развития экономики РФ.

В инновационной экономике основная часть прибавочного продукта создается интеллектом новаторов и ученых, информационной сферой, а не материальным производством или концентрацией финансов или капитала, как это было в индустриальной экономике. По мнению Э. Тоффлера<sup>1</sup>, благодаря научно-техническому прогрессу произошло превращение науки в непосредственную производительную силу, обеспечивающую развитие и даже самосохранение постиндустриального общества и экономики. Тем не менее игнорировать роль финансового рычага для инноваций было бы совершенно неправильно, так как решение масштабных задач инновации, особенно в условиях догоняющего развития большинства стран мира, включая и Российскую Федерацию, невозможно без концентрации ограниченных ресурсов, в том числе и капитала<sup>2</sup>. Использование для такого сосредоточения ресурсов адекватных и наиболее эффективных и адаптированных к инновационному развитию структур имеет первостепенное значение. С этой точки зрения, на наш взгляд, особое внимание, уделяемое стимулированию распространения инвестиционных фондов, которые необходимы инновационной экономике как центральный механизм финансирования инноваций, вполне закономерно.

К сожалению, в отечественной экономической литературе отсутствует общепринятое всеобъемлющее определение инвестиционно-

го фонда, что ограничивает возможности как анализа, так и практического использования указанного экономического механизма. 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. Характерной особенностью инвестиционного фонда является наличие внешнего по отношению к имущественному комплексу фидуциарного управляющего, несущего риск вложений наряду с прочими участниками в пределах своего участия в фонде и получающего вознаграждение как за сам факт управления, так и за результаты управления за счет прочих участников. Инвестиционный фонд предполагает распределение риска инвестиций участников с обеспечением заданного (ожидаемого или объявленного) уровня доходности.

Во всем мире активное участие инвестиционных фондов как на этапе внедрения, так и на последующих этапах инновационного процесса обусловлено в том числе высокой реактивностью и подтвержденной эффективностью этого экономического механизма, его глубинной связью с новыми технологиями и продуктами. Недостаточное понимание пре-

\* Торкановский Евгений Петрович, кандидат экономических наук, генеральный директор ЗАО «Независимая инжиниринговая компания» (г. Москва). E-mail: tork@tarnor.ru.

имущества и ограничений инвестиционных фондов и вызванное этим неадекватное использование этого экономического механизма в практике государственного регулирования, на наш взгляд, серьезным образом ограничивают рост инноваций в России.

Очевидно, что успешное внедрение инноваций, освоение инновационных технологий, массовое производство инновационных продуктов и услуг обеспечивают осуществляющим их субъектам народного хозяйства как конкурентные преимущества, так и повышенную рентабельность. Такая повышенная рентабельность должна транслироваться при наличии соответствующих условий и договоренностей в повышенную доходность инвестиционных фондов, предоставивших финансирование для реализации той или иной успешной инновации. В данной связи особую актуальность приобретает вопрос об определении и измерении эффективности как собственно инвестиционных фондов, так и эффективности рынка инвестиционных фондов в инновационной экономике.

В научной литературе уделяется большое внимание оценке экономической эффективности инвестиций, так как эта деятельность имеет первостепенное значение для планирования и управления развитием предприятия или организации<sup>3</sup>. Деятельность управляющих инвестиционными фондами в значительной степени состоит в проработке инвестиционных проектов, оценке эффективности с позиции различных участников инвестиционного процесса, анализе чувствительности проектов к изменению различных параметров и использованию этих расчетов в процессе переговоров с инициаторами проекта. Однако определение собственной эффективности того или иного фонда оказывается как бы за пределами этих глубоко проработанных и скрупулезно описанных процессов. И тут мы сталкиваемся с парадоксом, связанным как с экстраполяцией исторически достигнутых результатов, так и с особенностями научного анализа исключительно исторически зафиксированных данных.

Определение исторической или постсобытийной эффективности инвестиционного фонда представляется достаточно прямолинейным процессом. В этом случае критерием эффективности является достижение как ми-

нимум целевых показателей в запланированный период с соблюдением профиля риска, т.е. эффективность фонда определяется инвестором как достигнутая доходность при определенном профиле риска. Показатель эффективности устанавливается путем сравнения чистой стоимости активов инвестиционного фонда, рассчитываемых или независимым экспертом/оценщиком/аудитором, или по имеющимся рыночным котировкам, а также всех выплат фонда, осуществленных участникам, на определенную дату с суммой инвестиций в фонд<sup>4</sup>. Однако указанная выше формула не принимает во внимание риски, связанные с индивидуальными характеристиками того или иного фонда (тип фонда, направления и стиль инвестирования). Динамика показателей инвестиционного фонда может в отдельных случаях меняться на противоположную практически мгновенно, следуя или гипертрофируя тенденции товарных или финансовых рынков. Попытки определить риск путем сравнения с риском рынка ценных бумаг потенциально ограничены из-за возможности существования активов, не связанных с рынком ценных бумаг, но в которые были инвестированы средства того или иного фонда (хеджевые фонды, венчурные фонды, фонды прямых инвестиций, фонды недвижимости). Используемые для таких активов экспертные оценки зачастую не отражают реальной стоимости активов фонда, так как управляющие объективно заинтересованы в привлечении лояльных экспертов, что позволяет улучшить качество управления в глазах инвесторов фондов и привлечь новых участников, показав превосходные результаты управления.

Существующие модели риска рынка ценных бумаг не принимают также во внимание риски, связанные с резкими, кризисными движениями. Большинство моделей построено на экстраполяции существующих тенденций и ограниченном влиянии рыночных шоков. Поэтому происходящие кризисы типа кризиса закладных в 2008 г. порождают неадекватное реальному уменьшение стоимости активов фондов. В результате большинство фондов просто сравнивают друг с другом, различным образом формируя группировки и классификации. Так, например, показатели международных инвестиционных

фондов, инвестирующих в Россию, в последние годы принято сравнивать с показателями фондов, инвестирующих в остальные страны БРИКС.

Однако, помимо определения эффективности фонда, мы встречаем сложную задачу определения, на основе каких показателей отдельный инвестор принимает решение об инвестициях в тот или иной фонд. Здесь для определения эффективности значение имеет не реальный риск того или иного фонда, а перцептивный риск, т.е. риск, воспринимаемый инвестором в данный момент времени.

Анализ показывает, что решения об участии в том или ином фонде принимаются инвестором на основе объявленной или исторической доходности и перцептивного риска, связанного с направлениями инвестиций, указанными в инвестиционной декларации фонда. Это прогнозируемая инвестором эффективность. Однако интегральным показателем эффективности инвестиционного фонда после вхождения участника в фонд является постсобытийный показатель доходности, в котором риск уже не учитывается отдельно. Такой интегральный постсобытийный показатель итоговой эффективности вводит в заблуждение многих исследователей, которые не принимают во внимание риски, изначально связанные с конкретным инвестиционным фондом, и объясняют склонность инвестора вложить средства в тот или иной фонд лишь показателем доходности, который достижим инвестором только после принятия решения об участии в фонде и осуществления фондом инвестиций и, таким образом, не может оказывать влияния на первоначальное инвестиционное решение потенциального участника фонда.

Каким же образом оценивается эффективность вложений в фонд на этапе вхождения участника, если историческая доходность не может выступать в качестве надежного индикатора, как это указывается в любых инвестиционных документах фондов? На практике все сводится к экспертной оценке инвестора или его консультантов относительно перспектив всего класса подобных фондов и способности конкретных управляющих обеспечить результаты, соответствующие результатам верхнего квартиля управляющих, т.е. сравнение идет не по абсолютной, а по

относительной шкале внутри группы фондов. Например, в случае участия фондов в операциях хеджирования речь может идти не о доходности, а о наименьших потерях, связанных с инвестициями.

Таким образом, для принятия решения об участии в фонде потенциальный инвестор использует:

1) исторические показатели доходности конкретного фонда (при наличии);

2) исторические показатели доходности схожего по риску класса или группы фондов (при наличии);

3) экспертное суждение (включая мнение дистрибутора участия) относительно перспектив того или иного класса фондов;

4) экспертное суждение (включая мнение дистрибутора) относительно качества управляющей компании фонда.

При этом решающая роль остается за факторами 3 и 4, так как, принимая во внимание циклические характеристики экономики, рынков и отраслей, исторические результаты не могут дать ключ к будущим итогам деятельности. Особо надо отметить трудности, испытываемые вновь вышедшими на рынок управляющими инвестиционных фондов, которые могут продемонстрировать лишь ограниченные исторические данные и полагаются в основном на дистрибуторскую сеть для привлечения инвесторов. Эти проблемы характерны для российских и ориентированных на Россию инвестиционных фондов, что позволяет говорить о том, что ключевым решением для существования и успешного функционирования инвестиционного фонда является не решение о выборе инвестиционного объекта, принимаемое управляющим фондом, а решение о выборе того или иного фонда инвестором. Такой перенос акцента в деятельности фондов позволяет по-новому взглянуть как на нормотворчество в данной области, так и на возможности реализации целей, поставленных перед инвестиционным сообществом в рамках инновационного развития.

В Российской Федерации необходимо срочно, в том числе и путем налогообложения, стимулировать дистрибуторскую деятельность по продвижению участия в инвестиционных фондах. Такая деятельность является ключевой для сбора средств, превра-

щаемых в рамках фондов в инструмент поддержки инноваций и, следовательно, экономического роста. Следует законодательно поддерживать такую деятельность, внедрить стандарты и сертификацию и обеспечить уровень образования таких специалистов, понимая, однако, что такая деятельность может являться и субсидиарной к основной занятости.

Одной из современных глобальных тенденций развития инвестиционных фондов выступает уничтожение разницы в перцептивном риске между банковским депозитом и вложением в инвестиционные фонды. Происходит изменение роли банков - они сохраняют функцию расчетов, выдачу мелких и розничных кредитов, но постепенно уходит функция привлечения депозитов, так как со снижением стабильности банковской системы для вкладчика/инвестора риск вложения в инвестиционный фонд и вклада в банк одинаков, а доходность вложения в фонд существенно выше. Потенциально риск вложения в инвестиционный фонд может быть уменьшен за счет диверсификации вложений, так как риск вклада в банк практически идентичен риску вложения в индивидуальный финансовый институт, выступающий контрагентом по договору вклада, а инвестиционный фонд может расширить как количество инвестируемых объектов внутри финансовой отрасли, распределив таким образом риски, так и количество инвестируемых отраслей. Одновременно наличие фондов, специализирующихся на долговых финансовых инструментах, позволяет инвестору вместо депозита предоставлять в пользование банкам те же средства под более высокий процент. Тем не менее в рамках концепций развития Российской Федерации по-прежнему ведущая роль в предоставлении финансирования для инноваций сохраняется за банковским сектором. Такой подход консервирует отсталость Российской Федерации не только в плане промышленной и инновационной политики, но и в финансовом секторе, что затрудняет создание международного финансового центра в России, и в частности в Москве.

С другой стороны, в Российской Федерации на сегодня отсутствуют зачатки эффективного рынка инвестиционных фондов,

хотя даже в развитых экономиках на основе имеющихся исследований по экономической эффективности рынка инвестиционных фондов и анализа можно сделать вывод о том, что попытки обеспечения эффективности этого рынка носят ограниченный характер. Рынок характеризуется практически полной закрытостью и контролем со стороны как крупных игроков, так и операторов, контролирующих каналы связи с инвесторами. Все это не позволяет осуществить минимизацию трансакционных издержек, а заинтересованных лиц или институтов, или получающих выгоды от существования асимметрии информации на рынке не привлекает прозрачность, как, впрочем, и значительную часть инвесторов.

На наш взгляд, необходимо концептуальное изменение подхода к управлению и аккумуляции инвестиционных ресурсов, имеющих в Российской Федерации. Отказ от поддержки доминирующей роли банков в ущерб иным формам финансовых посредников (инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды), обеспечение и защита прав инвесторов, поддержка независимых систем дистрибуции участия дадут возможность создать многоплановую систему финансирования инноваций. Наличие множества инвестиционных фондов, способных к риску, даст возможность финансировать инновационные проекты на всей территории Российской Федерации, развить единое экономическое пространство в рамках ЕврАзЭС. Создание глубокого и широкого пула инвесторов позволит создать расширяющийся цикл "инвесторы - объекты инвестиций - инвесторы", привлекая в Россию как инвесторов, так и инновационные проекты со всего мира, в первую очередь из сопредельных государств.

<sup>1</sup> Тоффлер Э. Третья волна. М., 2010. С. 96-152.

<sup>2</sup> Государственная программа Российской Федерации "Экономическое развитие и инновационная экономика", утвержденная распоряжением Правительства РФ от 29 марта 2013 г. №467-р.

<sup>3</sup> Экономическая оценка инвестиций / под ред. М. Римера. СПб., 2009. С. 99-244, 325-349.

<sup>4</sup> Шарп В., Александр Г., Бейли Дж. Инвестиции. М., 1997.

Поступила в редакцию 11.09.2013 г.