

**ИННОВАТИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРУКТУР НАЦИОНАЛЬНЫХ  
ЭКОНОМИЧЕСКИХ СИСТЕМ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ  
THE INNOVATIZATION OF INVESTMENT STRUCTURES OF NATIONAL  
ECONOMIC SYSTEMS: A COMPARATIVE ANALYSIS**

НУРМУХАМЕТОВ Р.Р., аспирант, Университет управления «ТИСБИ» Тел.: +7(904)669-79-53 E-mail: rasl-777@list.ru

NURMUKHAMETOV R., a post graduate student, the University of Management «TISBI» Tel.: +7(904)669-79-53 E-mail: rasl-777@list.ru

Аннотация

В статье рассматривается отечественный и зарубежный опыт развития инвестиционных структур экономических систем; выявляются особенности становления и функционирования инвестиционных структур в российской экономической системе и в экономических системах зарубежных стран; выявляются закономерности и пути развития инвестиционных структур в России и за рубежом.

Abstract

The article reveals domestic and foreign experience in the development of investment structures and economic systems; analyzes formation and functioning of investment structures in the Russian economic system and economic systems of foreign countries; identifies patterns and the development of investment structures in Russia and abroad.

Ключевые слова: инвестиционные фонды, паевые инвестиционные фонды (ПИФ), взаимные фонды, венчурный капитал, венчурные фонды, венчурные инвестиции.

Key words: investment funds, unit investment trusts (UIT), mutual funds, venture capital, venture funds, venture capital investment.

На сегодняшний день в мире функционирует более полусотни тысяч инвестиционных фондов. Культура использования инвестиционных фондов развивалась десятилетиями. Но испытание временем доказало, что все участники процесса способны добиваться своих целей за счет механизма инвестиционного фонда. Инвестиционные фонды широко распространены в Соединенных Штатах Америки и Европейском Союзе.

В США первый инвестиционный фонд был основан в 1924 г. (взаимный фонд Massachusetts Investors Trust). Данный фонд предполагал вложения в акции крупнейших фирм США. В законодательстве России отсутствует понятие взаимного фонда. Поэтому в российской теории и практике вместо понятия «взаимный фонд» применяется понятие «паевой инвестиционный фонд», которое определено в российском законодательстве. Сегодня более 90 млн. человек по всему миру являются вкладчиками подобных фондов. Инвесторы западных стран могут покупать паи взаимных фондов на биржах. Практика взаимных фондов предполагает, что инвестор, который передает деньги в управление, становится пайщиком. В случае ликвидации фонда инвестор имеет право приобрести или продать доли фонда по цене, которая является близкой стоимости активов. Говорить о возникновении взаимных фондов принято с 1920-х годов. В эти годы взаимные фонды в первую очередь стали заниматься не спекуляциями, а инвестициями и платили дивиденды инвесторам.

В США, как и в России, длительный период времени взаимные фонды не пользовались популярностью у населения и не могли заполучить доверие инвесторов. Разумеется, кризис мировой экономики сыграл в этом свою роль. Данный кризис сильно затронул США, Канаду, Германию, Францию и Великобританию, но ощущался и в других странах. По существу, великая депрессия 30-х годов уничтожила как таковой фондовый рынок и отбросила на много лет назад индустрию коллективных инвестиций. Только в 1940-х годах после пересмотра законодательной базы и возвращения доверия потенциальных вкладчиков началась новая волна взаимных фондов. Как любая новая инициатива практика паевых инвестиций нуждалась в поддержке государства и активной популяризации. Очевидно, поэтому в западных странах первое десятилетие функционирования инвестиционных фондов не показало выдающихся результатов: количество фондов было небольшим, на рынке фактически не появлялись новые игроки. Характерным

стимулирующим фактором для развития индустрии коллективных инвестиций стали законы «О трасте» и «Об инвестициях», принятые соответственно в 1939 и 1940 годах. Стремительный рост фондов начался в 50-х годах, когда фонды привлекали в год до 60 млн. долларов.

1970-1980 годы стали своеобразным рубежом для инвестиционных фондов. В эти годы произошло резкое увеличение популярности рынка коллективных инвестиций, в основном за счет высокой доходности инвестиционных фондов и низких процентных ставок банков. Российские потребители хорошо знакомы с этими факторами, так как они сыграли свою немаловажную роль в популяризации паевых инвестиционных фондов в России. Следовательно, в США в геометрической прогрессии выросло количество пайщиков.

В США вначале возникли валютные фонды. Они были ориентированы на инвестирование средств в иностранные валюты. Для мелких инвесторов такие фонды стали настоящей находкой, так как у них не было навыков для самостоятельной работы с подобными инструментами. В США в результате появились инвестиционные «супермаркеты», которые позволяют покупать различные категории и типы фондов в одном месте. Данные инвестиционные «супермаркеты» также можно назвать своеобразными фондами фондов, они стали столь популярны, что управляющие компании, являющиеся консервативными и не осмелившиеся представить собственные активы в таких фондах, получали убытки и нуждались в пересмотре своей стратегии. Компания «One Source», образованная Чарльзом Швабом, является наиболее заметным примером фонда фондов. Чарльз Шваб – это предприниматель США конца XIX – начала XX вв., являющийся промышленным магнатом, который сделал фонды фондов массовыми и, что немаловажно, упрочил доверие американского народа к ним.

Правительство США в 90-е годы оказывало поддержку инвестиционным фондам, используя этот механизм в обеспечении пенсионных накоплений населения. Более 150 млн. человек пользовалось данным инвестиционным инструментом. В настоящее время эта цифра увеличилась в разы. Впрочем, по экспертным наблюдениям, американская индустрия инвестиционных фондов переживает не лучшие времена в последние годы [7].

Так или иначе, зарубежный опыт инвестирования позволяет отечественным компаниям заимствовать некоторые направления функционирования зарубежных инвестиционных фондов, так как для рынка ценных бумаг не существует идеальных условий. Учитывая многолетний опыт и стабильность дохода инвестиционных фондов, американцы воспринимают их как норму отношений между гражданином и государством, между государством и бизнесом. В России инвестиционные фонды находятся на стадии развития, поэтому рецепты США могут стать полезными. В результате мирового финансового кризиса 2008 г. произошло замедление темпов роста открытых инвестиционных фондов. Ипотечный кризис, который начался летом 2007 г., привел к значительным потерям финансовых организаций: к апрелю 2008 г. общий объем списаний достиг 231 млрд. долларов; рыночная стоимость компаний, которые входят в индекс S&P 500 financials (индекс, составляющийся на основе индекса S&P 500, но включающий себя только компании финансового сектора), снизилась на 57%, или на 1,2 трлн. долларов.

В рамках исследования KPMG и Economic Intelligence Unit «Beyond the credit crises: impact and lessons learnt for investment managers» были выявлены тенденции развития инвестиционных фондов за последние годы. В ходе данного исследования были опрошены 333 руководителя высшего звена, представляющие 57 стран мира. В географическом аспекте 31% опрошенных представляют североамериканские компании, 29% – западноевропейские, Азиатско-Тихоокеанский регион представляют 23%, а 17% представляют другие регионы мира (сюда включают и Российскую Федерацию). В качестве респондентов выступили представители инвестиционных фондов, хедж-фондов, фондов недвижимости, фондов прямых частных инвестиций, институциональных инвесторов. 23% компаний, представители которых были опрошены, управляют активами стоимостью не менее 50 млрд. долларов США; 58% имеют активы в управлении стоимостью не менее 1 млрд. долларов США.

Все опрошенные работают на высоких руководящих должностях в своих компаниях: во главе организаций стоят 41% респондентов; должности старшего вице-президента, вице-президента, директора или начальника департамента занимают 35% опрошенных; 24%

респондентов находятся на других руководящих должностях. Агентство Economist Intelligence Unit в дополнении к исследованию также провело несколько аналогичных опросов работников, занимающих руководящие должности в компаниях по управлению активами и хедж-фондах, также были опрошены отраслевые эксперты.

Основываясь на глобальных исследованиях влияния кредитного кризиса на инвестиционные компании, можно сделать вывод о том, что значительное влияние на эти компании оказали проблемы на рынках структурированных долгов или обеспеченных долговых обязательств (CDOs), ценных бумаг, которые обеспечены активами (ABS), и кредитных дефолтных свопов (CDS). Снижение показали 43% инвестиционных фондов, а существенное ухудшение показателей доходности под влиянием кредитного кризиса показали 17% инвестиционных фондов. 45% хедж-фондов и 44% фондов частных инвестиций отметили снижение прибыли. Гораздо значительнее пострадали фонды недвижимости – серьезное падение показателей рентабельности показали 2/3 фондов недвижимости. Снижение уровня подписки отметили 60% компаний.

73% представителей инвестиционных фондов, которые были опрошены, определили, что системы оценки рисков в данных инвестиционных фондах предоставляют возможность рассчитать риски по портфелю со средним и выше среднего уровнем достоверности [5, с. 7].

В случаях, когда внутренние системы неспособны дать адекватную оценку рискам по инструменту, 41% организаций принимали положительные решения по вложению средств в данные инструменты, очень часто следуя внешним рейтингам. Объясняется это следующим: значительное количество внутренних систем управления рисками организаций ориентируется на применении международных рейтингов как исключительного мерилa риска комплексных инструментов.

Только 35% респондентов согласились, отвечая на вопрос, согласны ли вы, что рейтинговые агентства предоставляют аккуратную оценку дефолта по инструменту. Около 88% респондентов, представляющие инвестиционные фонды, полагают, что причина этого заключается в недостатке профессионализма рейтинговых агентств по отношению к бурноусложняющимся комплексным и структурированным продуктам, а 86% указывают на конфликт интересов, который заложен в модели бизнеса рейтинговых агентств, так как за получение рейтингов платят компании.

Но одними из виновников кризиса были признаны не только рейтинговые агентства. Инвестиционные банки также были признаны виновниками кризиса: 80% компаний, управляющих фондами, отметили необходимость увеличить прозрачность к рискам, которые ассоциируются с инструментами, структурируемыми и выпускаемыми инвестиционными банками; 59% считают, что нужно преобразовать систему вознаграждения работников, которая ведет к чрезвычайно агрессивным продажам и несущественному отношению к рискам. 38% управляющих фондами указали на то, что в 2009-2010 годах начались формализация и модификация внутренних систем риск-менеджмента в связи с введением комплексных инвестиционных стратегий или продуктов; также 27% рассчитывают сделать это в ближайшие годы [5, с. 9].

Основываясь на опросах KPMG, 60% представителей инвестиционных фондов полагают, мировой финансовый кризис 2008 г. отрицательно сказался на доверии инвесторов к управляющим. Инвестиционные фонды способны возродить доверие инвесторов посредством увеличения степени прозрачности, повышения продуктивности систем оценки и управления рисками, а также за счет более активного истолкования инвесторам механизмов, по которым функционируют комплексные финансовые продукты, и рисков, которые заложены в них.

Представители инвестиционных фондов довольно оптимистичны, невзирая на отрицательную нынешнюю ситуацию на рынке. Около 55% всех опрошенных, являющихся управляющими инвестиционными фондами, отметили, что с 2014-2015 годы будет увеличиваться объем активов под управлением.

Отклонение от продукто-ориентированного подхода к клиенто-ориентированному подходу при образовании предложения может стать дополнительным стимулом для увеличения объема активов под управлением управляющих инвестиционными фондами. В текущих рыночных

условиях для успешной конкуренции инвестиционным фондам следует сбалансировать две разносторонние потребности клиентов: с одной стороны, спрос на диверсифицированные и инновационные продукты, а с другой – спрос на менее сложные продукты. Инфраструктурные фонды являются интересным продуктом: вопреки всеобщему оттоку средств, в мае 2010 года фонд Morgan Stanley привлек 4 млрд. долларов, а фонд Credit Swiss и General Electric – Global Infrastructure Partners – 5,6 млрд. долларов. Предполагается, что в перспективе у инвесторов появится отчетливый интерес к инвестиционным предложениям, обеспечивающим устойчивую доходность на длительный временной период при приемлемой степени риска, которые в 80-х годах утратили популярность.

Специалисты аналитического агентства «ИМИДЖ – ФАКТОР» провели исследование «Российский рынок паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в 2012 г.: состояние и тенденции развития». По результатам данного исследования на 1 января 2013 г. в Российской Федерации функционируют 1464 ПИФа. 93,6% ПИФа являются работающими, в стадии формирования находятся 22 фонда. 2/3 работающих ПИФов – закрытые, около 31% – открытые и менее 5% – интервальные [6].

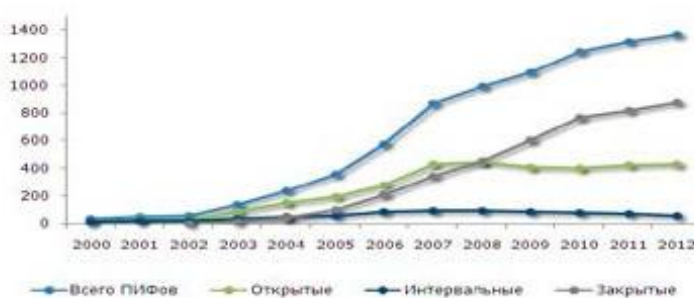


Рис. 1. Динамика количества работающих ПИФов за период с 2000 по 2012 гг.

На рис. 1 представлена динамика количества работающих ПИФов за период с 2000 по 2012 гг. (по данным РосБизнесКонсалтинга и Национальной лиги управляющих). Количество открытых и интервальных ПИФов стабильно (постоянно) с 2007 г. А закрытые ПИФы показывают растущий линейный тренд.

Свыше 410 млрд. руб. было аккумулировано в закрытых ПИФах по данным на конец 2012 г. Данная сумма составляет более 3/4 всех денежных средств, которые находятся под управлением отечественных ПИФов. Также эта сумма является видимой; иными словами, сумма, которая отражена в балансах имущества фондов, публикуемых ежеквартально. Реальная величина активов закрытых ПИФов существенно больше, потому что большинство таких фондов предназначено для квалифицированных инвесторов. Законодательство России на сегодняшний день запрещает публикацию любой информации о таких фондах, в том числе данных об объемах денежных средств, которые находятся под управлением. Следовательно, проводить анализ рынка закрытых ПИФов в этом смысле достаточно сложно.

Государственная поддержка имеет особенное значение в становлении и развитии рынка венчурного капитала. С начала 1980-х гг. в США государство активно стимулировало венчурное предпринимательство, так как венчурное предпринимательство является катализатором реиндустриализации экономики и инновационных процессов. Государство в США динамично совершенствовало инновационный бизнес за счет системы мер, основанной на прямом и косвенном стимулировании. В США в 1980 г. приняли Закон «О технологических нововведениях», или Закон Стивенсона-Уайдлера. Данный Закон оговаривал меры по стимулированию инноваций в промышленности.

В США с 1981 г. энергично создавалась система льготного налогообложения на НИОКР. Американский конгресс в 1982 г. принял закон о нововведениях и разработках в малом бизнесе. Для того чтобы реализовать данный закон, разработали программу SBIR, которая предполагала стимулирование инноваций в малом и среднем бизнесе (предпринимательстве). SBA (Администрация малого бизнеса) стала координатором этой программы. По условиям данной программы все федеральные учреждения, предоставляющие заказы на сумму свыше 100 млн.

долларов внешним исполнителям, должны предоставлять 1,25% от суммы заказов в качестве субсидий на безвозвратной основе на НИОКР в малом бизнесе [1, с. 387].

Для Российской Федерации на сегодняшний день многолетний опыт становления и функционирования американского рынка венчурного капитала является актуальным. Этот рынок в 1970 г. в США фактически отсутствовал. Венчурный капитал страны в 1980 г. был меньше 1 млрд. долларов. Однако к середине 1990-х годов венчурный капитал США достиг отметки в 35 млрд. долларов. В настоящее время именно американский рынок венчурного капитала является самым большим в мире.

С 2002 г. объем венчурных инвестиций США стабильно увеличивался. В 2007 году объем венчурного инвестирования достиг очень высокого уровня – 34,5 млрд. долларов. Но в 2009 г. мировой финансовый кризис оказал негативное влияние на венчурные инвестиции, снизив объем венчурного инвестирования до очень низкого уровня – 24,3 млрд. долларов. В 2011 г. произошел резкий подъем, объем венчурного инвестирования составил 35,3 млрд. долларов. Но в 2012 г. произошел существенный спад (30,7 млрд. долларов). Нестабильность объемов венчурного инвестирования в 2010-2012 годах свидетельствует об отсутствии ярко выраженного тренда на рынке венчурных инвестиций США (таблица 1).

Таблица 1

Динамика рынка венчурных инвестиций США в 2007-2012 гг.

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Объемы венчурного инвестирования, млрд. долл.	34,5	33,1	24,3	29,4	35,3	30,7
Количество сделок, ед.	3109	3053	2773	3128	3541	3482
Количество фондов	237		159	173	188	208

По итогам 2013 г. следующие группы индустрий являются преобладающими в США: здравоохранение, информационные технологии и деловые услуги (рис. 2).

Структура венчурных инвестиций с точки зрения стадий развития инновационных компаний в 2013 г. выглядит следующим образом: посевная стадия составляет 14%, ранняя стадия – 16%, стадия расширения – 33%, стадия роста – 37%. Следовательно, 70% венчурного капитала США приходится на стадии расширения и роста.

Еще в 1985 г. ученые и менеджеры России обратили внимание на венчурные инвестиции. Тогда, в начале процесса перестройки, стояла цель вывести отечественную экономику из кризиса. Поэтому появилась необходимость использования и применения в производстве достижений НТП (научно-технического прогресса). Однако в то время напрочь отсутствовали и не применялись механизмы венчурного инвестирования (финансирования) новейших разработок. Вдобавок на развитие передовых форм финансирования негативное влияние оказала нестабильная политическая и экономическая ситуация в стране.

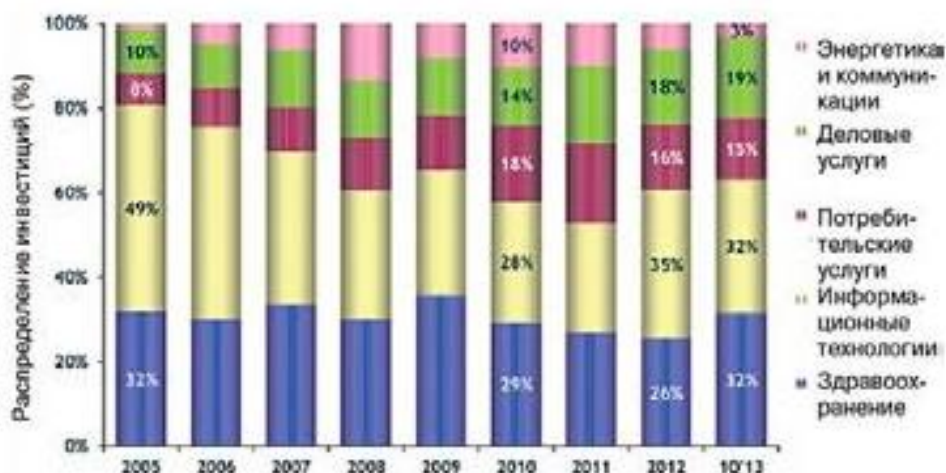


Рис. 2 Распределение потока инвестиций США по выбранным группам индустрии (ежегодно).

В начале 1990-х годов в России активно проводилась приватизация. Процесс приватизации привлек иностранных венчурных инвесторов. Они участвовали в финансировании приватизированных организаций. Цель данного финансирования заключалась в выводе приватизированных организаций из кризиса, а также в их расширении и укрупнении. В то же время в глубоком упадке находились инвестиции в новые инновационные перспективные предприятия.

В 1993 г. в России создали Региональные Венчурные Фонды (РФВК). Инициатором создания РФВК выступил Европейский Банк Реконструкции и Развития (ЕБРР). Цель этих фондов заключалась в финансировании приватизированных предприятий. Финансирование осуществлялось следующим образом: происходил выкуп акционерного капитала нового выпуска. Учредителями РФВК стал ЕБРР, а также такие страны, как США, Япония, Германия, Финляндия, Франция и многие другие. Каждый РФВК занимался обслуживанием определенного региона РФ. Капитал каждого регионального фонда составлял около 50 млн. долларов (включая издержки, связанные с финансированием деятельности управляющих компаний, и др.). Региональные фонды инвестировали средства в компании, где работали 200-5000 человек, которые были приватизированы по программе Правительства РФ. Однако объектом деятельности данных фондов были крупные и средние предприятия, а инновационный бизнес малых предприятий остался без внимания данных фондов [4].

Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ) была создана в 1997 г. Данная Ассоциация сконцентрировала в себе тех инвесторов, которые заинтересованы осуществлять инвестиции в России. В этом же году крупные промышленные холдинги и банки стали создавать венчурные фонды.

Однако августовский кризис 1998 г. остановил прогресс в сфере венчурных инвестиций. Разорились многие управляющие венчурными фондами. Некоторые инвесторы решили прекратить свои инвестиции. Широкие слои населения утратили доверие к институтам фондового рынка.

Августовский кризис нанес значительный ущерб экономике. Но в то же время данный кризис сформировал позитивные предпосылки развития отечественного бизнеса и венчурного финансирования. Высокий курс доллара положительно отразился на конкурентоспособности российских производителей, дав новый импульс развития, но это требовало серьезного финансирования. Вдобавок изменились приоритеты финансовых институтов России. Раньше они вкладывали свои средства в основном в государственные ценные бумаги. В связи с кризисом им пришлось искать альтернативные объекты инвестиций. Реальный бизнес стал таким объектом.

Впрочем, только в 2000 г. в развитии индустрии венчурного капитала России наметился значительный прогресс. Правительством РФ в марте 2000 г. была разработана концепция развития индустрии венчурного капитала. Успешный опыт Финляндии и Израиля был взят за основу в данной концепции.

Венчурные ярмарки начали проводиться в 2000 г. по инициативе РАВИ. С того времени Российская Венчурная Ярмарка проводится каждый год.

В российских венчурных ярмарках за всю их историю участвовали более 400 российских и зарубежных инвесторов, 552 компании-экспонента [10].

Правительством РФ в конце 2006 г. была создана ОАО «Российская венчурная компания». В данной компании государство имеет 100%-ную долю участия. Главные цели функционирования РВК заключаются в стимулировании организации в РФ собственной венчурной индустрии, а также в существенном увеличении финансовых ресурсов венчурных фондов. Компания является государственным фондом венчурных фондов. То есть через данный фонд государство стимулирует венчурные инвестиции и оказывает финансовую поддержку сектора высоких технологий. РВК является государственным институтом развития венчурной индустрии в России [9].

В 2008 и 2009 годах в связи с мировым финансовым кризисом индустрия венчурного капитала понесла существенный ущерб. В начале 2008 г. происходило активное развитие венчурного бизнеса. Однако к концу года ситуация резко ухудшилась. В 2009 г. такая тенденция продолжилась (рис. 3).



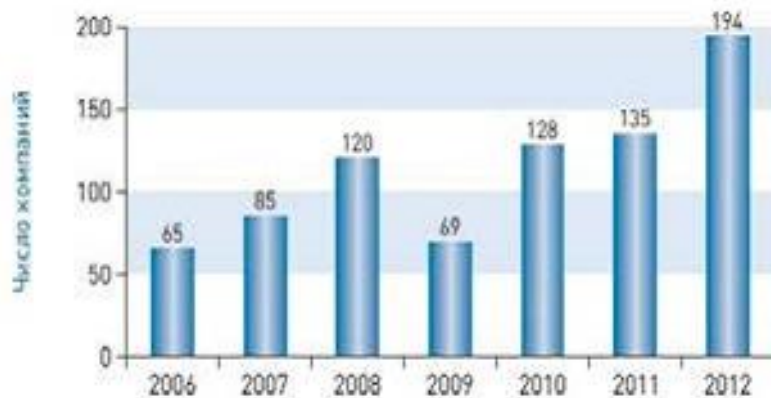


Рис. 3. Количество профинансированных компаний, по данным РАВИ

В 2012 г. общий объем капитала фондов, функционирующих на рынке России, составил около 26,4 млрд. долларов. В 2011 г. аналогичный показатель составил 20,1 млрд. долларов. В 2012 г., по сравнению с 2011-м, относительный прирост общего объема капитала фондов составил 28%. Тогда как в 2011 г., по сравнению с 2010-м, относительный прирост общего объема капитала фондов составил 20%. Следовательно, по сравнению с предыдущим отчетным периодом, увеличился относительный прирост общего объема капитала фондов.

Подводя итог вышесказанному, можно сделать вывод о том, что инвестиционные структуры за рубежом функционируют больше полувека, а в России – только с 1990-х годов. Поэтому России для преодоления сырьевой направленности и трансформации экономики в инновационном направлении развития следует адаптировать успешный зарубежный опыт функционирования инвестиционных структур, учитывая политические и экономические особенности страны.

#### Литература:

1. Аммосов Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков до современности. – СПб.: РАВИ, 2004. – 409 с.
2. Посталюк М.П. Инновационные отношения в экономической системе: теория, методология и механизм реализации. – Казань: Изд-во КГУ, 2006. – 420 с.
3. Посталюк М.П. Венчурное финансирование региональных инновационных систем // Финансы и кредит. – 2012. – № 36 (177). – С. 38-45.
4. Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности // Инновации. – № 1. – С. 32-38.
5. Тютюнник А. Кредитный кризис: ошибки и последствия для инвестиционной сферы // Слияния и поглощения. – 2008. – № 8. – С. 7-9.
6. Аналитический обзор аналитического агентства «ИМИДЖ-ФАКТОР» Российский рынок паевых инвестиционных фондов: состояние и тенденции развития. – Янв. 2013 г. – <http://image-factor.ru/articles/detailarticle/?ID=695>
7. Обзор мирового рынка ПИФов: опыт коллективных инвестиций на Западе. – <http://marketing.rbc.ru/reviews//pif/chapter2.shtml>
8. Официальный сайт Национальной Ассоциации Венчурного Капитала США. – <http://www.nvca.org>
9. Официальный сайт ОАО «РВК». – <http://www.rusventure.ru>
10. Официальный сайт Российской венчурной ярмарки. – <http://www.rvf.ru/>

#### References:

1. Ammosov Yu. Venture capitalism: from the origin to the present state. – Saint Petersburg: RVCA, 2004. – 409 p.
2. Postalyuk M. Innovative relations in the economic system: the theory, methodology and implementation mechanism. – Kazan: Publishing house of Kazan State University, 2006. – 420 p.

3. Postalyuk M. Venture financing of regional innovation systems // Finance and Credit. – 2012. – № 36 (177). – P. 38-45.
4. Semenov A., Kashirin A. Venture financing of innovative activity // Innovations. – № 1. – P. 32-38.
5. Tyutyunnik A. Credit crisis: errors and consequences for the investment sphere // Mergers and Acquisitions. – 2008. – № 8. – P. 7-9.
6. Analytical review of the analytical agency «IMAGE factor». The Russian market of mutual funds: present state and development trends. – January 2013. – <http://image-factor.ru/articles/detail-article/?ID=695>
7. Review of the global market mutual funds: the collective investment experience in the West. – <http://marketing.rbc.ru/reviews//pif/chapter2.shtml>
8. The official website of the National Venture Capital Association of the United States. – <http://www.nvca.org>
9. The official website of «RVC». – <http://www.rusventure.ru>
10. The official website of the Russian Venture Fair. – <http://www.rvf.ru/>