



Мария Мусатова

Институт экономики и организации промышленного производства
СО РАН (Новосибирск), канд. экон. наук

ФОНДЫ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: ПРОВЕРКА КРИЗИСОМ¹

В статье анализируются причины возросшей роли международных финансовых институтов, в особенности ЕБРР, в формировании капитала фондов прямых инвестиций в период экономической нестабильности, обозначена позиция крупнейшего институционального инвестора в регионе, а также описана специфика функционирования фондов прямых инвестиций в России.

Европейский Банк Реконструкции и Развития (ЕБРР) — крупнейший институциональный инвестор в фонды прямых инвестиций (*private equity, PE*) в регионе, включающем 29 стран Европы, СНГ, а также Монголию (так называемый «регион ЕБРР»). ЕБРР сотрудничает с 79 управляющими компаниями², которые создали 119 фондов прямых и венчурных инвестиций на рынках стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) и СНГ. Почти за 20 лет инвестирования в сегмент *private equity* ЕБРР выделил фондам 2,52 млрд евро, в то время как общий капитал фондов составил 12,98 млрд евро. За время существования программы поддержки *private equity* со стороны ЕБРР фонды прямых и венчурных инвестиций профинансировали более чем 1000 компаний, из кото-

рых в текущем портфеле насчитывается около 300 компаний.

ВЛИЯНИЕ КРИЗИСА НА ИНДУСТРИЮ *PRIVATE EQUITY*

В период экономического роста и обилия ликвидных ресурсов в регионе открывалось значительное количество фондов, некоторые из которых привлекли ресурсы от ЕБРР. Одновременно с ростом количества фондов сформировалась тенденция к постепенному увеличению размеров последующих фондов, создаваемых успешными управляющими компаниями. Так, на пике фандрейзинга в 2007 г. — первой половине 2008 г. на территории, контролирующей ЕБРР, появились крупные фонды, среди них — миллиард-

ные *Baring Vostok Private Equity Fund IV* и *Advent Central & Eastern Europe Fund*, а также фонды с капиталом более 200 млн евро, такие как *Accession Mezzanine Capital Fund II*, *Alpha CEE II L.P.*, *Global Finance Southeastern Fund* и др.

В 2008–2010 гг. объем новых фондов, создаваемых в регионе ЕБРР, значительно сократился под влиянием кризиса, который привел к тому, что многие западные институциональные инвесторы пересмотрели свою инвестиционную стратегию как в географическом плане, так и в отношении структуры портфеля на фоне потерь от отрицательной переоценки портфелей и отсутствия реализаций. Для многих инвесторов регион работы ЕБРР утратил свою привлекательность, а из-за негативного изменения стоимости портфеля стратегия вложения средств

¹ Автор благодарит сотрудников департамента прямых инвестиций ЕБРР за помощь в написании статьи.

² По состоянию на июнь 2009 г.

Рисунок 1. ОБЩИЙ ОБЪЕМ КАПИТАЛА И ИНВЕСТИЦИИ ФОНДОВ (ПОРТФЕЛЬ ЕБРР)

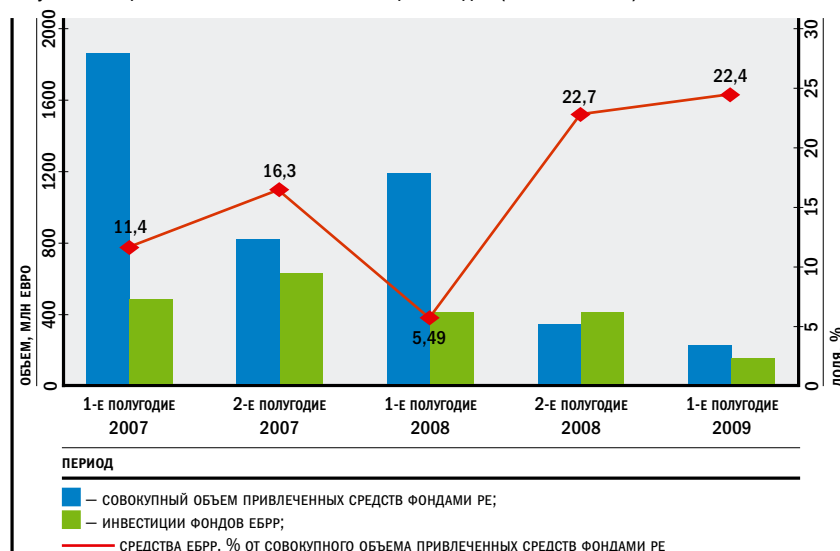
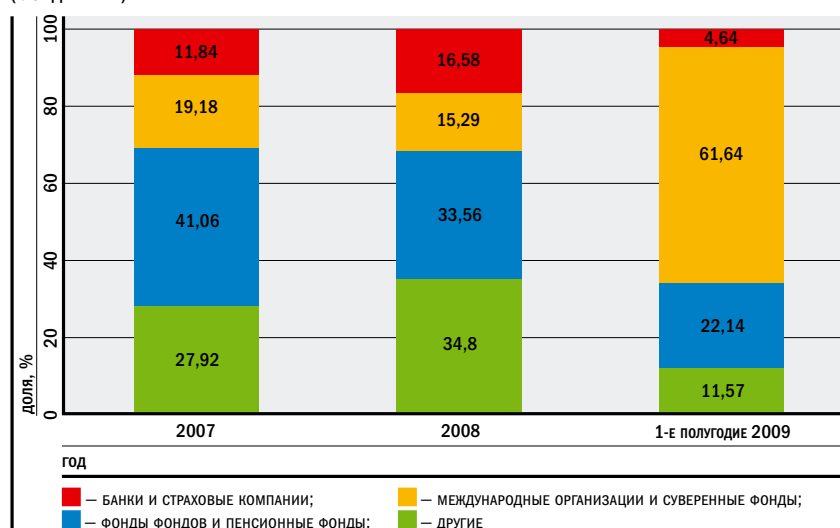


Рисунок 2. ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ВЛОЖЕНИЙ В ФОНДЫ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПО ТИПУ ИНВЕСТОРА (ФОНДЫ ЕБРР)



Примечание: ЕБРР входит в категорию «Государства и международные организации». Данные отражают портфель ЕБРР за исключением фондов недвижимости.

в класс альтернативных инвестиций подверглась корректировке.

ПОДХОД ЕБРР

Как правило, ЕБРР ориентируется на 20–25% участие в капитале фонда «среднего размера», однако ограничения имеются не только по процентному участию в капитале фонда, но и по абсолютному размеру инвестиций. В ситуации с участием в капитале крупного фонда, когда доля ЕБРР опускается значительно ниже среднего уровня, финансирование со стороны ЕБРР возможно при наличии существенного положительного (с точки зрения роли ЕБРР как института развития) эффекта от входа в состав инвесторов

фонда. Во времена бума на рынке прямых инвестиций доля ЕБРР в общем объеме собранных средств фондами РЕ варьировалась в диапазоне 5–16% (расчеты основаны на текущем портфеле ЕБРР).

Однако в 2009 г. поток средств от многих институциональных инвесторов в фонды прекратился. ЕБРР продолжал поддерживать создаваемые на рынке фонды, при этом доля инвестиций Банка в общем объеме привлеченного капитала возросла до 22,4% (рис. 1). Таким образом, в период финансовой нестабильности ЕБРР стал гарантом развития фондов прямых инвестиций в странах ЦВЕ и СНГ.

Кризис резко снизил способность фондов прямых инвестиций привлекать средства институциональных инвесторов. Соответственно, размеры вложений, которые в период экономического роста представлялись обоснованными, в условиях кризиса оказались нереалистичными. В ситуации ограниченных свободных капиталов управляющим фондам РЕ стало непросто осуществлять привлечение капитала. Во многих случаях частные инвесторы соглашались сделать вложение при условии, если основные инвесторы уже поместили в фонд свой капитал и тот достиг первого закрытия. Во многих ситуациях крупнейшими инвесторами выступают международные финансовые организации, институты развития и суверенные фонды (IFC, EIF, FMO, DEG и ADB³ и др.). Так, по данным ЕБРР, доля банков и страховых компаний в совокупных вложениях в фонды прямых инвестиций (расчеты на основе портфеля ЕБРР) понизилась с 12% в 2007 г. — до 4,64% в первой половине 2009 г., вместе с тем доля международных организаций и суверенных фондов выросла — с 19,4 до 61,6%.

В целом кризис привел к тому, что доля международных финансовых организаций в финансировании капитала фонда прямых инвестиций значительно выросла, в то время как объемы средств коммерческими банками и страховыми компаниями на *private equity* резко сократились (рис. 2).

Кроме того, в период финансовой нестабильности частные институциональные инвесторы крайне неохотно поддержи-

Показателем, действительно отражающим степень развитости прямых инвестиций в стране и показывающим устойчивость и выживаемость РЕ, является число команд, которые сумели активизировать повторный фонд, так называемый *follow-on fund*.

³ International Finance Corporation, European Investment Fund, Netherlands Development Finance Company, Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft GmbH, Asian Development Bank.

вали так называемые *first-time* фонды — фонды, которые формируются новой командой менеджеров, еще не имеющих репутацию успешных инвесторов на рынке. Если институциональные инвесторы и выделяли средства на альтернативные инвестиции, то предпочитали работать с теми управляющими командами, которые открывали последующие фонды (*follow-on*). Такие управляющие компании уже имеют опыт работы в *PE*, и их предыдущие фонды показали приемлимые показатели доходности на капитал.

Один из приоритетов работы ЕБРР в области *PE* заключается как в финансировании новых талантливых команд, создающих свой первый фонд, так и в поддержке уже зарекомендовавших себя профучастников, которые открывают последующие фонды. В последнем случае субсидирование со стороны ЕБРР обосновано, если его участие в фонде является положительным с точки зрения роли Банка как института развития. ЕБРР прежде всего интересуют команды, которые активно создают дополнительную стоимость в портфельных компаниях малого и среднего бизнеса, без чрезмерного использования долгового финансирования.

РОССИЙСКИЙ ЛАНДШАФТ *PRIVATE EQUITY*

При оценке масштабов рынка *PE* в России существенным моментом является определение класса управляющих компаний, которые ориентируются на международных институциональных инвесторов и стандарты индустрии *PE*, нежели представляющих собой пул капитала, принадлежащий олигархическим структурам, финансово-промышленным группам, хедж-фондам, или фонды, создаваемые государством. Деятельность перечисленных структур зачастую не соответствует таким стандартам, как прозрачность, отчетность, целевое использование средств, привязка вознаграждения управляющих фонда к показателям финансовой доходности фонда, финансовое участие менеджеров в фонде, возможность и желание управляющих оказывать поддержку портфельным компаниям на месте, ограниченный срок работы фонда и пр., и потому в большинстве своем не привлекательны институциональным инвесторам. Эти и другие критерии образуют некий свод требований, составляющий понятие *institutional quality fund*, на который ориентируются многие инвесторы, и прежде всего ЕБРР.

Со времени своего основания ЕБРР инвестировал денежные средства в более

25 российских фондов прямых инвестиций, из них 12 открыты по программе региональных венчурных фондов в середине 1990-х гг. Всего с помощью фондов прямых инвестиций в России за все время работы ЕБРР было профинансировано более 200 компаний, работающих в различных уголках страны. Дальнейшее проникновение инвестиций фондов *PE* в российские регионы по-прежнему является приоритетом для ЕБРР.

Специфика России заключается в неоднородности рынка *PE*. В числе класси-

чным фондам, которые уделяют российским компаниям больше внимания, относятся, например, *Capital International* (фонд *CIPEF V*), который аллоцировал 19% фонда на Россию, и миллиардный инфраструктурный фонд *Macquarie Renaissance Infrastructure Fund*, недавно осуществивший первую инвестицию в России.

Однако показателем, действительно отражающим степень развитости прямых инвестиций в стране и показывающим устойчивость и выживаемость *PE*, является число команд, которые сумели активизи-

Эволюция управленческих компаний, накопление понимания функционирования индустрии *PE*, формирование внутренней базы институциональных инвесторов — основные, но далеко не исчерпывающие детерминанты возвращения западных инвесторов в Россию.

ческих команд *private equity*, работающих в России, следует выделить:

- а) узкоспециализированные фонды, инвестирующие исключительно в Россию;
- б) фонды, инвестирующие в страны СНГ;
- в) региональные фонды Восточной Европы;

г) глобальные фонды, не имеющие четкого географического ареала работы. Последние не имеют регионального представительства и нередко работают в tandem с локальным инвестором.

В качестве примера команд, главным образом нацеленных на российский рынок, можно привести *Quadriga Capital*, *Norum*, *Russia Partners*, *UFG Capital Partners*, *Mint Capital*, *Baring Vostok*, *New Russia Growth*, *Da Vinci*, *Aurora Investment Advisors* и пр. Тем не менее в портфеле под управлением этих команд имеются инвестиции в Украину и Казахстан. Фонды фондов под управлением *Alpha Associates* являются ярким примером команды, нацеленной на СНГ и сделавшей несколько инвестиций в Россию. Более десятка региональных команд также ведут деятельность на территории РФ. Однако такие управляющие компании, как правило, совершают оппортунистические сделки в стране, поскольку их деятельность нацелена на несколько стран/регионов. В числе команд, осуществивших 1–2 вложения в нашей стране, — *TPG*, *Lion Capital*, *Accession Mezzanine Central Europe*, *Euroventures Ukraine Management*. К регио-

нировать повторный фонд, так называемый *follow-on fund*. Подобных команд в России наберется менее 10, если не считать зарубежные мультирегиональные фонды. Другим подтверждением дееспособности индустрии *PE* служит наличие у фондов свободных денежных средств (*dry powder*), которые могли бы быть использованы для инвестирования новых или уже имеющихся компаний в портфеле. Таких фондов на российском рынке чуть больше 10. Все это говорит о стагнирующем состоянии российской индустрии *PE* в данный период времени и большом потенциале ее развития в будущем.

Период нестабильности сыграл немаловажную роль в выживании наиболее сильных и успешных управленческих компаний, которые смогут в ближайший 1–2 года открыть следующий фонд. В то же время управляющие компании, не имевшие четкой инвестиционной стратегии и, возможно, поспешно вложившие средства фонда в активы в 2007–2008 гг., стали заложниками ухудшившейся конъюнктуры. На наш взгляд, скорее всего, они уйдут с арены *PE*.

Возможно, с оживлением мировой и российской экономики институциональные инвесторы вновь обратятся к сегменту альтернативных активов, и последующие фонды *PE* не заставят себя долго ждать. Однако и другие факторы, помимо макроэкономических, будут оказывать влияние на перспективы развития в России своей собственной инвестиционной базы *PE*. ■