Елена БАБКИНА,
специалист отдела Investfunds, Cbonds

Венчурные инвестиции: опыт фондов на глобальном рынке

С начала 2010-х годов глобальные фонды акций прибегают к альтернативным инвестициям в непубличные компании для получения доходности выше рыночной части портфеля.

Фонд, в отличие от венчурного капиталиста, жестко оговаривает права выкупа акций фирмой, защищаясь от риска ликвидности, и свои IPO-права, опасаясь выхода на рынок с низкой ценой акций

Как в мировой, так и в российской практике фонды коллективных инвестиций, как правило, ориентированы на портфели акций, облигаций и (или) валют, поскольку источником привлечения средств служит стремление инвестировать в готовую корзину наиболее популярных на рынке инструментов — с прозрачной стоимостью, доходностью, корреляцией и ликвидностью. Рядом с ними в последние годы сформировался альтернативный сектор фондов на драгоценные металлы (в физической форме или в форме финансовых обязательств, привязанных к их биржевым курсам) в силу тенденции роста спроса на них со стороны центральных банков и крупных частных инвесторов для диверсификации портфелей. Параллельно появились фонды альтернативных денежных инструментов — криптовалют. И свою нишу удерживают фонды недвижимости — отдельно стоящего актива, особенностью которого являются более или менее строгие ограничения со стороны предложения.

Мы же хотим поговорить об альтернативных инвестициях, к которым прибегают как специально созданные для этих целей взаимные (паевые) инвестиционные фонды (это скорее развивающийся в последние годы российский кейс[1]), так и крупнейшие глобальные фонды акций, а именно об инвестициях в непубличные компании на начальных этапах разработки продукта, в том числе венчурные, например Airbnb или Uber. Именно они стали основным вектором альтернативных инвестиций традиционных фондов ценных бумаг с начала предыдущего десятилетия (в размере 1–2 % активов), замещая отчасти венчурных капиталистов. Несмотря на риски, инвестиции в частный капитал без рыночной оценки активов стали привлекательными за счет ожиданий высокой (сверхвысокой)

[1] Закрытые паевые фонды прямых инвестиций/инвестиций в фирмы pre-IPO в российской практике предназначены для квалифицированных инвесторов, и раскрытие информации по ним ограничено. Сводная статистика Центрального банка Российской Федерации показывает рост активов закрытых ПИФов в уставных капиталах организаций в 3 раза с конца 2021 года — до 4 трлн рублей.

доходности[1], которая улучшила бы показатели активно управляемого портфеля по сравнению с индексными фондами, набиравшими популярность у розничных инвесторов как простые, понятные и дешевые инструменты. В то же время непубличным компаниям требовалось больше капитала, чтобы дольше оставаться частными и отодвинуть во времени этап выхода на IPO, — и привлечение дополнительного капитала, и большая длительность пребывания в частном секторе статистически значимо ассоциируются с приходом фондов на рынок венчурного капитала[2]. Любопытный нюанс: в венчур с большей вероятностью инвестировали крупные фонды с меньшей волатильностью денежных притоков не только из-за меньшей значимости риска ликвидности и относительно меньших транзакционных издержек, но и из-за лучшей квалификации управляющих. Возможно, их инициатива (равно как и обладание знаниями для оценки непубличных компаний) на фоне конкуренции с пассивными стратегиями инвестирования стала определяющим фактором выбора в пользу альтернативных решений. В любом случае и для фондов, и для венчурных фирм это означало как новые возможности, так и ограничения.

По прошествии десятилетия и после появления достаточно длинных рядов данных можно оценить, как взаимные инвестиционные фонды изменили рынок венчурного капитала (прежде всего в США). Фонды, очевидно, в первую очередь обладают более жесткими требованиями к ликвидности приобретенных непубличных акций (долей) компаний на ранних стадиях, поскольку вынуждены погашать паи по требованию. Таким образом, их инвестиционный горизонт не предполагает 10–12 лет ожидания дохода. Исследования показывают, что фонды инвестируют в венчуры на поздних стадиях или перед выходом на IPO, при этом меняется структура сделки: фонд, в отличие от венчурного капиталиста, жестко оговаривает права выкупа акций фирмой, защищаясь от риска ликвидности, и свои IPO-права (его условия и право вето на IPO), опасаясь выхода на рынок с низкой ценой акций. При этом иные аспекты, которые традиционно интересовали инвесторов в венчурный и pre-IPO капитал, им менее интересны: движение денег в компании, прямой контроль за ней через участие в совете директоров (этого фонды намеренно избегают из-за опасений снижения ликвидности акций и информационной асимметрии). К таким выводам пришли экономисты, изучив 169 фондов, инвестировавших в венчуры, в том числе компании-«единороги», в 2010–2016 годах[3], расширяя традиционную картину агентской проблемы между инвестором и венчуром[4]. В результате компании-«единороги» и иные частные фирмы, рассчитывая на новый тип инвесторов, еще на ранних стадиях поиска финансирования усиливают в договорах требуемые положения о правах выкупа и IPO-правах, игнорируя незначимое для паевых фондов участие в управлении как обычный способ решения агентской проблемы. Несмотря на ряд провалов, фонды продолжают довольствоваться своей пассивной ролью по отношению к компаниям из портфеля, если риски ликвидности зафиксированы надлежащим образом. И здесь снова основная причина видится в квалификации менеджеров, специализирующихся на управлении ликвидностью и портфелем, но не растущим бизнесом на операционном и стратегическом уровнях[5].

Иным способом инвестирования в небольшие непубличные компании для фондов коллективных инвестиций стали фонды фондов, покупающие паи (акции) частных фондов (private equity funds). Рынок таких инвестиций оценивается порядка $200 млрд ежегодно. Показательно значимое место в этом процессе негосударственных пенсионных фондов, желающих улучшить свои показатели, но не обладающих необходимой экспертизой для оценки венчуров и частных фирм в целом. Одновременно развивались (и продолжают развиваться) локальные истории финансирования венчурных фирм фондами взаимных инвестиций, действующих внутри исламской финансовой инфраструктуры, где, например, важную роль играет репутация фонда у потенциальных пайщиков[6]. Со стороны же фирмы на первый план выходит не возможность снижения риска ликвидности для фонда, а прозрачность организации бизнеса (в том числе для sharia compliance) и возможность предоставления им поручительства или залога.

Риски, связанные с инвестированием взаимных (паевых) фондов в венчур и иные частные фирмы, мало обсуждались публично, поскольку, как было отмечено выше, риски ликвидности контролировались на уровне договоров, а размеры инвестиций относительно общей стоимости активов фондов не превышали нескольких процентов. Тем не менее детальное изучение инвестиций известнейшего американского фонда Fidelity Magellan в стартапы на стадии pre-IPO показывает значительный риск неправильной (ошибочной и (или) предвзятой) оценки таких активов в портфеле фонда[7].

Кейс фонда Fidelity Magellan выбран неслучайно. С одной стороны, он является знаковым для отрасли фондом акций американских компаний, который начиная с 2012 года последовательно инвестировал в венчурные фирмы. Наиболее значительными вложениями были Uber Technologies Inc. (2014, $15 млн), Malwarebytes Inc. (2015, $35 млн), Meituan Corp. (2015, $10 млн), DocuSign Inc. (2012, $11 млн), HubSpot Inc. (2012, $15 млн) при общей стоимости альтернативных инвестиций порядка $100–200 млн. При этом часть фирм имела иностранное (китайское, израильское) происхождение. С другой стороны, высокие показатели доходности таких активов, продемонстрированные ими в итоге, стали предметом изучения возможности их некорректной оценки в ежеквартальной отчетности фонда из-за

[1] Kwon S., Lowry M., Qian Y. Mutual fund investments in private firms // Journal of Financial Economics. — 2020. — Т. 136. — № 2. — P. 407–443.

[2] Там же.

[3] Chernenko S., Lerner J., Zeng Y. Mutual funds as venture capitalists? Evidence from unicorns // The Review of Financial Studies. — 2021. — Т. 34. — № 5. — P. 2362–2410.

[4] Kaplan S. N., Strömberg P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts // The review of economic studies. — 2003. — Т. 70. — № 2. — P. 281–315.

[5] Bonini S., Capizzi V. The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: future threats and opportunities // Venture capital. — 2019. — Т. 21. — № 2–3. — P. 137–175.

[6] Sanrego Y. D. The Role of Islamic Capital Market for Micro Small and Medium Enterprises MSMEs through Synergy of Mutual Fund and Venture Capital Institution // Journal of Islamic Monetary Economics and Finance. — 2017. — Т. 3. — № 1. — P. 81–112.

[7] Schwartz J. Should Mutual Funds Invest in Startups: A Case Study of Fidelity Magellan Fund's Investments in Unicorns (and Other Startups) and the Regulatory Implications // NCL Rev. — 2016. — Т. 95. — P. 1341.

отсутствия у управляющих необходимых навыков в отношении непубличных компаний или даже сознательного манипулирования ради улучшения показателей фонда по сравнению с индексом-бенчмарком (S&P 500) и рыночной частью портфеля. Несмотря на то что фонд в целом выиграл от альтернативного инвестирования, беспокойство экспертного сообщества вызвали неполнота раскрытия информации о данном типе активов (розничный инвестор вряд ли бы понял, что в составе фонда есть именно стартапы и у этих активов отсутствует рыночная стоимость, а справедливая цена определяется самим фондом — это серьезное нарушение «разумных ожиданий инвестора»[1]) и большие расхождения между стоимостями отдельных фирм до и после выхода на рынок, что показывает неспособность фонда сформировать адекватную оценку неторгуемых активов в своем портфеле. Последнее и несет в себе риск как переоценки, от которой теряет инвестор (и таких активов в портфеле фонда Fidelity Magellan было три за прошлое десятилетие), так и недооценки, которая приводит к искажению доходности портфеля за период и манипулированию этим показателем. Выше мы уже отмечали, что бурный рост альтернативных инвестиций пришелся как раз на период роста популярности недорогих индексных фондов. Однако, по мнению эксперта[2], фонд в этом случае всего лишь заложник недостатка регулирования — очевидно, что правила определения ежеквартальной стоимости активов нерелевантны для вложений в капитал непубличных фирм, которые нельзя оценить с помощью CAPM, когда отсутствуют общепринятые показатели отчетности вроде EBITDA и оценка должна учитывать очень широкую рыночную, в том числе глобальную, конъюнктуру на каждый момент времени.

Если же посмотреть на цифры, то доходность выше 20 % — доходности остального портфеля фонда за аналогичный период (в то же время S&P 500 показал 17 %) — показали 6 стартапов, в которые фонд инвестировал в 2012–2015 годах. Среди лидеров — Uber, Bluebird bio, Mobileye (Рисунок 1). В целом же за 2012–2015 годы альтернативные инвестиции принесли портфелю Magellan 59 %, и это выдающийся результат не только по сравнению с торгуемыми акциями, но и для венчурного капитала. Единственным серьезно переоцененным активом оказался KaloBios Pharmaceuticals, Inc. (более 40 %). Проблемой же с точки зрения индустрии коллективных инвестиций являлся показатель дисперсии доходности (одно стандартное отклонение — 53 % за три года), что означает высочайший уровень риска (у S&P 500 за то же время — 9 %). Несмотря на успех фонда, который объяснялся по-разному, в том числе рыночным «пузырем», риск его венчурных инвестиций (стандартное отклонение доходности в 10 % ежегодно) оказался сопоставим с риском венчурного капитала (11.7 %). Именно это и привлекло внимание профессионального сообщества. И поскольку манипулирование стоимостью активов для сглаживания доходности относительно индекса математическими методами обнаружить не удалось, кейс Magellan породил сомнения в самой возможности доверять периодическим оценкам альтернативных инвестиций в активах со стороны фондов.

Таким образом, результаты десятилетия присутствия в портфелях крупнейших фондов акций развитых рынков альтернативных инвестиций в виде вложений в непубличные компании, в том числе фирмы-«единороги», показали, что несмотря на риски и ограничения, это действенный способ, с одной стороны, привлечения частного капитала в реальный сектор, с другой — роста доходности фондов активного управления. Последнее особенно значимо сейчас, в момент оспаривания ИИ-инструментами необходимости дорогостоящей экспертизы управляющих. И хотя повторение на локальном и (или) развивающемся рынке американской модели накладывает дополнительные ограничения (например, требование со стороны фонда не только права выкупа, но и залога), само существование рынка венчурного капитала внутри традиционного equity market представляется возможным при адекватном регулировании и росте спроса (глобального и локального) на инструменты с высокой эффективной доходностью. Кроме того, для самих непубличных фирм крупные фонды акций, как показывает опыт, являются более выигрышным вариантом за счет их привычной пассивной роли.

[1] Schwartz J. Should Mutual Funds Invest in Startups: A Case Study of Fidelity Magellan Fund's Investments in Unicorns (and Other Startups) and the Regulatory Implications // NCL Rev. — 2016. — T. 95. — P. 1341.

[2] Там же.

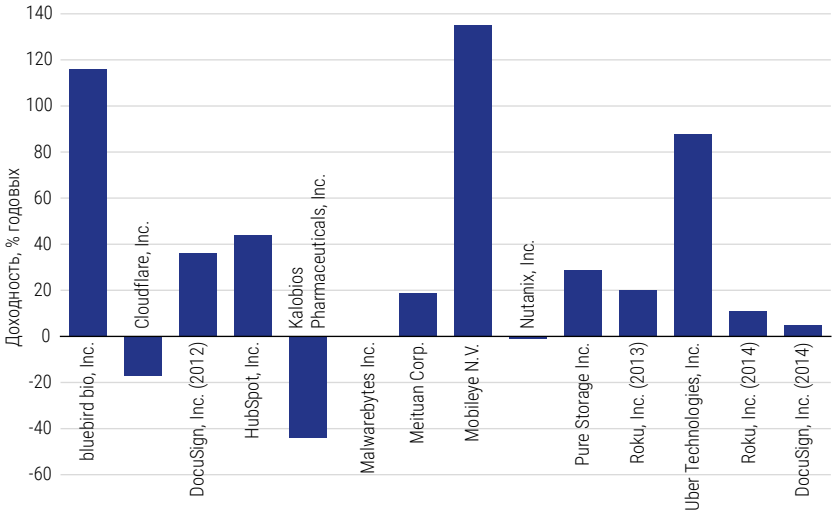

Рисунок 1
Годовые доходности венчурных инвестиций Fidelity Magellan Fund

Источник: Schwartz J. Should Mutual Funds Invest in Startups: A Case Study of Fidelity Magellan Fund's Investments in Unicorns (and Other Startups) and the Regulatory Implications // NCL Rev. — 2016. — T. 95. — C. 1341.