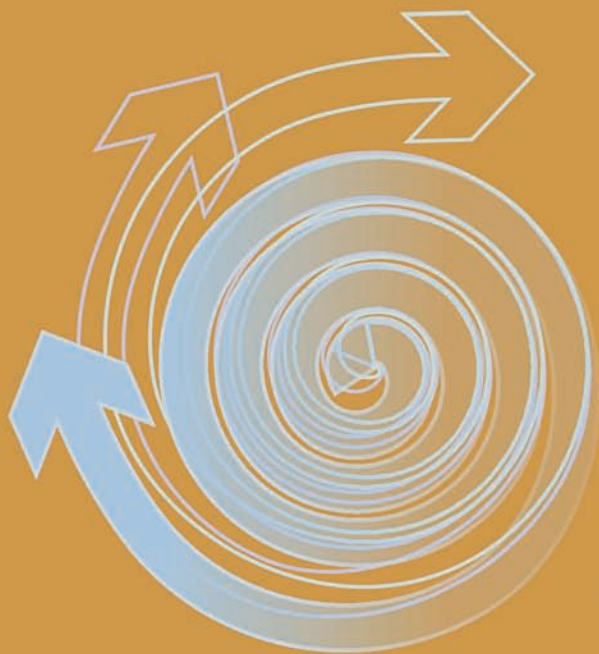


ОБЪЕДИНЕННЫЕ НАЦИИ  
ЕВРОПЕЙСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОМИССИЯ

# Финансирование инновационного развития

Сравнительный обзор опыта стран  
ЕЭК ООН в области финансирования  
на ранних этапах развития предприятий



ОБЪЕДИНЕННЫЕ НАЦИИ



РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ

United Nations Economic Commission for Europe

# **Financing Innovative Development**

*Comparative Review of the  
Experiences of  
UNECE Countries in  
Early-Stage Financing*



UNITED NATIONS

New York and Geneva, 2007

ISBN 0000000000

ISBN 978-92-1-116980-5 (англ.)

**Объединенные Нации**

**Европейская Экономическая Комиссия**

**Финансирование Инновационного Развития**  
***Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области***  
***финансирования на ранних этапах развития предприятий***

Перевод с английского – СПб.: РАВИ, 2008

Эта публикация является частью постоянной серии выпусков, освещающей некоторые из результатов Подпрограммы по экономическому сотрудничеству и интеграции ЕЭК ООН. Целью этой Подпрограммы является содействие созданию политического, финансового и регуляторного окружения, благоприятствующего росту, развитию на основе знаний и увеличению конкурентоспособности экономики в регионе ЕЭК ООН. В публикации рассматриваются различные тематические области, связанные с достижением этих целей, включая стратегии развития инноваций и конкурентоспособности, предпринимательство и развитие предприятий, финансирование инновационного развития, частно-государственное партнерство для осуществления отечественных и иностранных инвестиций, вопросы коммерциализации и защиты прав на интеллектуальную собственность.

**Внимание:**

Использованные названия и способ подачи материала в этой публикации не предполагают выражения мнения со стороны Секретариата ООН ни по поводу юридического статуса любой страны, территории, города или местности или их властей, ни по поводу демаркации их пределов или границ.

Copyright © United Nations, 2007

Перевод на русский язык: © Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования, 2008



Объединенные Нации  
Европейская Экономическая Комиссия  
Нью-Йорк и Женева, 2007

## **Финансирование Инновационного Развития**

*Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН  
в области финансирования на ранних этапах  
развития предприятий*



Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования

2008

## Введение РАВИ

Диверсификация структуры экономики, а главное – смещение акцента с сырьевых отраслей на высокотехнологичные индустрии, не только является одной из основных задач, стоящих перед экономикой России в настоящее время, но и во многом зависит от темпов развития технологически-ориентированного предпринимательства. Мировой опыт показывает: малые и средние инновационные компании как экономические субъекты наиболее мотивированны и гибки в достижении цели вывода научно-технической продукции на рынок и играют важную роль в освоении новых перспективных ниш.

Однако высокотехнологические компании в ранней фазе своего развития в большинстве своем не вызывают интереса у профессиональных зарубежных и российских инвесторов. Не получая финансовой поддержки, они стагнируют или закрываются на этапе становления. Возможности выбора финансовых инструментов и привлечения требуемого объема инвестиций у таких компаний весьма ограничены, поскольку им, как правило, присущи низкая финансовая устойчивость и ограниченная кредитоспособность, а также высокий риск банкротства и отсутствие необходимых для залога активов.

Кроме того, для эффективной поддержки инновационного предпринимательства необходимо наличие достаточного количества «посредников-консультантов» – технологических брокеров, способных не только оказать помощь в поиске финансовых ресурсов, но и предоставить управленческий и технический опыт. Деятельность таких посредников направлена на повышение стоимости проинвестированных компаний за счет роста конкурентоспособности.

Поэтому рынок венчурного предпринимательства требует, как показывает опыт других стран, активного участия государства для создания адекватных институтов венчурного инвестирования, формирования материальных, правовых и образовательных условий для появления достаточного количества инновационных компаний.

Важной задачей при этом является определение путей комплексного развития национальной венчурной индустрии и роли частного бизнеса в этом процессе. Государство же, предпринимая те или иные шаги в области поддержки венчурного предпринимательства и его инфраструктуры, играет роль катализатора в развитии перспективных направлений, способствуя изменению существующей ситуации, при которой перспективные технологические продукты остаются вне сферы интересов действующих инвесторов.

Сравнительный Обзор «Финансирование инновационного развития» был подготовлен на основе анализа политических инициатив, нацеленных на стимулирование инновационного предпринимательства, создание наиболее оптимальных условий для развития технологически-ориентированных предприятий в странах Европейской Экономической комиссии при ООН, характеризующихся различными уровнями развития инновационной составляющей своих экономик.

Мы надеемся, что Обзор будет полезным изданием не только для профессионалов венчурного предпринимательства, но и станет «настойной книгой» для специалистов, вырабатывающих предложения по дальнейшему развитию эффективной системы инновационного предпринимательства в России.



Альбина Никконен  
Исполнительный директор РАВИ

## Предисловие

Инновации широко признаны в качестве главного мотора экономического роста и считаются могущественной силой, создающей условия для устойчивого развития и способной решать разнообразные проблемы, связанные с внешним окружением и социальной средой. Однако инновационная деятельность зачастую испытывает трудности в нахождении необходимого ей финансирования. Для эффективной поддержки инноваций нужно большее, чем только дополнительные ресурсы. Для этого требуется наличие специализированных финансовых посредников, способных предоставлять не только деньги, но также и управленческий и технический опыт. Появление и развитие инфраструктуры финансирования для поддержки инновационных предприятий на ранних стадиях их развития – это комплексный процесс, зависящий от множества условий и требующий эффективного распределения и перераспределения капитала. Развитие национальной индустрии венчурного капитала (ВК) часто получает поддержку со стороны государства в качестве компонента его общей политики в поддержку инноваций. Верно нацеленные инициативы со стороны государства играют важную роль в формировании динамично развивающейся индустрии ВК.

Эти вопросы рельефно обрисованы в Программе работы Европейской экономической комиссии (ЕЭК) ООН в Подпрограмме по экономическому сотрудничеству и интеграции. Этот *Сравнительный обзор* был составлен в соответствии с Программой работы Комитета по экономическому сотрудничеству и интеграции (КЭСИ) при ЕЭК ООН на 2007–2008 годы в рубрике «Содействие созданию благоприятного окружения для эффективного финансового посредничества в поддержке инновационного развития».

Основной темой этого *Сравнительного обзора* является предоставление прямого финансирования инновационным технологически ориентированным предприятиям, находящимся на ранних стадиях своего развития. При этом рассматриваются возможности участия политиков в облегчении доступа к источникам раннего финансирования для этих предприятий. Регион ЕЭК ООН объединяет страны

с совершенно разными уровнями своего инновационного развития, что отражается в разных степенях зрелости индустрии ВК и различных масштабах соответствующих политических инициатив, работающих в этом регионе. *Сравнительный обзор* помогает повысить уровень знаний по этим вопросам, т.е. способствует распространению положительного опыта и передовой практики работы по всему региону ЕЭК ООН. В частности, в соответствии с мандатом КЭСИ, в нем преследуется цель содействовать продолжению политических усилий в направлении финансирования инновационных предприятий в странах с развивающейся экономикой, находящихся в этом регионе, путем развития лучшего понимания международного опыта. Я надеюсь, что эта публикация будет полезной для всех участников финансирования ранних стадий инновационных предприятий, так же как и для политиков в их попытках продвигать инновационное развитие в своих странах.



Марек Белка

Исполнительный Секретарь

Европейская Экономическая Комиссия при ООН



## Благодарности

Сравнительный Обзор составлен в соответствии с Программой работы Комитета по экономическому сотрудничеству и интеграции (КЭСИ) при Европейской Экономической Комиссии Организации Объединенных Наций (ЕЭК ООН) и касается вопросов «Содействия созданию благоприятного окружения для эффективного финансового посредничества в поддержку инновационного развития».

Обзор был составлен при поддержке международной группы экспертов при ЕЭК ООН, принимавших участие в обсуждениях и дискуссиях, а также предоставивших информацию и комментарии, включая представителей России: Ивана Бортника, Ивана Родионова и Альбину Никконен.

ЕЭК ООН приносит свою благодарность Димо Димову – ассистенту кафедры менеджмента Университета Коннектикута – за его неоценимый вклад в написание Обзора.

РАВИ приносит свою благодарность ЕЭК ООН, любезно согласившейся на предложение осуществить публикацию этого труда на русском языке, а также специалистам, благодаря которым русский вариант Обзора увидел свет: Павлу Ломакину – за верстку издания, Артуру Никконену – за дизайн, Наталье Жуковской – за профессиональный перевод и редактирование, Валентину Левицкому – за всеобъемлющие консультации и общее курирование данного проекта.

## Содержание

<b>Список иллюстраций</b> .....	12
<b>Список сокращений</b> .....	14
<b>Краткое содержание</b> .....	18
<b>I. Вступление</b> .....	20
<b>II. Сущность и финансирование инновационных предприятий</b> .....	24
1. Сущность инновационных предприятий .....	24
2. Финансирование инновационных предприятий .....	25
2.1. Потребности инновационных предприятий в финансировании .....	25
2.2. Проблемы, возникающие в процессе привлечения классического финансирования .....	27
2.3. Финансирование инновационных предприятий на ранних стадиях развития .....	28
<b>III. Прямое инвестирование в инновационные предприятия на ранних стадиях развития</b> .....	31
1. Знакомство с финансированием бизнес-ангелами .....	31
1.1. Характерные черты и современные тенденции .....	31
2. Знакомство с венчурными инвестициями .....	36
2.1. Характерные черты и современные тенденции .....	36
2.2. Инвестированные суммы и добавленная стоимость .....	42
2.3. Различные типы фирм венчурного капитала .....	45
<b>IV. Рычаги прямого инвестирования ранних стадий</b> .....	49
1. Мобилизация капитала .....	50
1.1. Привлекательность частных инвестиций для бизнес-ангелов .....	50
1.2. Источники капитала для фондов венчурного капитала .....	52
1.3. Структура фондов венчурного капитала .....	55
1.4. Основные факторы, влияющие на процесс мобилизации венчурного капитала .....	57
2. Инвестирование .....	63
2.1. Доступность инвестиционных возможностей .....	63
2.2. Отбор инвестиционных возможностей .....	69

2.3. Заключение договоров акционеров .....	72
3. Управление / Создание добавленной стоимости .....	73
4. Выходы .....	76
4.1. Значение фондовых бирж для индустрии прямого инвестирования .....	77
4.2. Факторы, влияющие на роль фондовых бирж в прямом инвестировании .....	79
4.3. Современные тенденции на пан-европейском фондовом рынке .....	80
4.4. Выходы путем поглощений .....	82
5. Резюме .....	84

## **V. Обзор политических инициатив, направленных на поддержку прямого инвестирования в инновационные предприятия на ранних стадиях .....**

87

1. Сводный обзор .....	87
1.1. Цели и направленность .....	88
1.2. Способы осуществления .....	89
1.3. Полнота и скоординированность программ .....	91
1.4. Стабильность .....	92
2. Северная Америка .....	93
2.1. Канада .....	93
2.2. США .....	98
3. Европейский Союз .....	107
3.1. Программы на уровне Евросоюза .....	107
3.2. Австрия .....	116
3.3. Бельгия .....	117
3.4. Дания .....	118
3.5. Финляндия .....	121
3.6. Франция .....	124
3.7. Германия .....	128
3.8. Греция .....	132
3.9. Ирландия .....	133
3.10. Италия .....	135
3.11. Нидерланды .....	136
3.12. Португалия .....	139
3.13. Испания .....	141

3.14. Швеция .....	143
3.15. Соединенное Королевство .....	146
3.16. Новые члены Евросоюза .....	152
4. Другие развитые страны .....	158
4.1. Израиль .....	158
4.2. Норвегия .....	160
4.3. Швейцария .....	163
5. Восточная Европа, Кавказ и Центральная Азия .....	164
5.1. Белоруссия .....	165
5.2. Казахстан .....	165
5.3. Российская Федерация .....	166
6. Передовая практика .....	168
6.1. Мобилизация капитала .....	169
6.2. Инвестиции .....	175
6.3. Создание добавленной стоимости .....	179
6.4. Выходы .....	181
7. Роль политических инициатив .....	181
<b>VI. Рекомендации политического характера .....</b>	<b>184</b>
1. Правильный образ политического мышления .....	184
2. Мобилизация капитала .....	185
3. Инвестиции .....	187
3.1. Поддержка предпринимательства .....	188
3.2. Государственный «довенчурный» капитал .....	189
3.3. Поощрение неформальных инвесторов .....	192
3.4. Поиски сделок и их отбор .....	193
3.5. Структурирование сделок .....	194
4. Создание добавленной стоимости .....	195
5. Выходы .....	196
<b>Литература .....</b>	<b>198</b>
<b>Приложение .....</b>	<b>210</b>
Сводка государственных программ по странам .....	210

## Список иллюстраций

- Рисунок 1. Стадии развития, денежный поток и источники финансирования
- Рисунок 2. Неформальные инвестиции, в процентах от ВВП, 2005 г.
- Рисунок 3. Уровень распространенности неформальных инвесторов, 2005 г.
- Рисунок 4. Венчурные инвестиции ранних стадий в ряде стран
- Рисунок 5. Венчурные инвестиции ранних стадий, в процентах от ВВП, в ряде стран
- Рисунок 6. Средний объем сделок и число венчурных инвестиций ранних стадий
- Рисунок 7. Распределение фирм ВК по типам в Европе и США
- Рисунок 8. Венчурные фонды по источникам капитала
- Рисунок 9. Доходы от венчурного капитала по годам ввода и мобилизация капитала по прошествии времени
- Рисунок 10. Интенсивность проведения R&D в ряде стран, 2004 г.
- Рисунок 11. Предпринимательская активность на ранних стадиях в ряде стран, 2006 г.

## Обозначения названий стран

AT	–	Австрия	IL	–	Израиль
BE	–	Бельгия	IS	–	Исландия
BG	–	Болгария	IT	–	Италия
BL	–	Белоруссия	KZ	–	Казахстан
CA	–	Канада	LT	–	Литва
CH	–	Швейцария	LV	–	Латвия
CZ	–	Чехия	NL	–	Нидерланды
DE	–	Германия	NO	–	Норвегия
DK	–	Дания	PL	–	Польша
EE	–	Эстония	PT	–	Португалия
ES	–	Испания	RO	–	Румыния
EU	–	Евросоюз	RU	–	Российская Федерация
FI	–	Финляндия	SE	–	Швеция
FR	–	Франция	SI	–	Словения
GR	–	Греция	SK	–	Словакия
HR	–	Хорватия	UK	–	Соединенное Королевство
HU	–	Венгрия			
IE	–	Ирландия			

**EU15** – 15 стран, входивших в состав Европейского Союза до вхождения в него 10 стран-кандидатов 1 мая 2004 года.

**EU25** – 25 стран, входящих в состав Европейского Союза после вхождения в него 10 стран-кандидатов (Эстония, Латвия, Литва, Польша, Чехия, Словакия, Венгрия, Словения, Кипр, Мальта) 1 мая 2004 года.

## Список сокращений

AIM	Alternative Investment Market Рынок альтернативных инвестиций (Лондон)
ARD	American Research and Development Corporation Американская корпорация исследований и разработок
BAN	Business Angel Network Сеть бизнес-ангелов
BDC	Business Development Bank of Canada Канадский Банк развития бизнеса
BES	Business Expansion Scheme (Ireland) Схема расширения бизнеса (Ирландия)
CalPERS	Californian Public Employees' Retirement System Общественная пенсионная система Калифорнии
CalTIP	Californian Technical Investment Partnership Техническое инвестиционное партнерство Калифорнии
CAPCO	Certified Capital Companies Сертифицированные финансовые компании
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations (France) Фонд вкладов и депозитов (Франция)
CIP	Competitiveness and Innovation Framework Programme Программа организации конкуренции и инноваций
CPC	Capital Pool Company (Canada) Компания объединенного капитала (Канада)
CREA	Capital Risque pour les Entreprises en Amorçage (France) Программа венчурного финансирования предприятий на ранних стадиях развития (Франция)

EBAN	European Business Angel Network Европейская сеть бизнес-ангелов
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development Европейский Банк реконструкции и развития (ЕБРР)
EGF	Early Growth Funds Фонды раннего развития
EIB	European Investment Bank Европейский инвестиционный банк
EIF	European Investment Fund Европейский инвестиционный фонд
ERDF	European Regional Development Fund Европейский фонд развития регионов
ESCF	European Seed Capital Fund Pilot Scheme Европейская пилотная схема посевного капитала
ETF	Environmental Technologies Fund/Facility Фонд технологий, связанных с проблемами окружающей среды
ETF	European Technology Fund Европейский технологический фонд
EU	European Union Европейский Союз (Евросоюз)
EVCA	European Venture Capital Association Европейская ассоциация прямого и венчурного инвестирования
FII	Finnish Industrial Investment Инвестиционная компания «Финское промышленное инвестирование»
GDP	Gross Domestic Product Валовой внутренний продукт (ВВП)



<b>GEM</b>	Global Entrepreneurship Monitor Международный проект «Глобальный мониторинг предпринимательства»
<b>GIF</b>	High Growth and Innovative SME Facility Программа поддержки быстрорастущих и инновационных малых и средних предприятий
<b>ICFC</b>	Industrial and Commercial Finance Corporation Промышленно-торговая финансовая корпорация
<b>I-TEC</b>	Innovation and Technology Equity Capital Программа «Прямые инвестиции в инновации и технологии»
<b>ISO</b>	Incentive Stock Options Поощрительные опционы на покупку акций
<b>JEREMIE</b>	Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises Объединенные европейские ресурсы для мониторинга предприятий малого и среднего бизнеса
<b>LLP</b>	Limited Liability Partnership Партнерство с ограниченной ответственностью
<b>LSVCC</b>	Labour Sponsored Venture Capital Corporation Корпорация трудового венчурного капитала
<b>MAP</b>	Multi-Annual Programme Многолетняя программа для предприятий и предпринимательства
<b>MTDC</b>	Massachusetts Technology Development Corporation Массачусетская корпорация технологического развития
<b>RCAP</b>	Risk Capital Action Plan План действий в отношении рискованного капитала

RCM	Risk Capital Mandate Мандат рискового капитала
R&D	Research and Development Исследования и разработки
SBA	Small Business Administration Агентство США по делам малого бизнеса
SBIC	Small Business Investment Company Инвестиционная компания для малого бизнеса (программа США)
SBIR	Small Business Innovation Research Программа по поддержке малого инновационного бизнеса (США)
SEF	Slovene Enterprise Fund Фонд поддержки предпринимательства Словении
SMEs	Small & Medium-Sized Enterprises Малые и средние предприятия
TEKES	Finnish Funding Agency for Technology and Innovation Финское агентство по технологиям и инновациям
UNECE	United Nations Economic Commission for Europe Европейская Экономическая Комиссия при ООН (ЕЭК ООН)
VC	Venture Capital Венчурный капитал (ВК)
VCT	Venture Capital Trust Траст венчурного капитала

## Краткое содержание

В данном отчете дается сравнительный обзор политических инициатив в странах ЕЭК ООН, направленных на улучшение финансовой среды, в которой работают инновационные предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего развития.

В нем обсуждаются специфические финансовые проблемы инновационных предприятий и необходимость появления специализированных типов финансовых посредников. В отчете содержится краткий обзор основных направлений финансирования, предоставляемого этими посредниками.

Всесторонний анализ структуры цикла финансирования ранних стадий представлен в качестве справочного материала и рекомендаций, что позволит отдельным странам оценить свою собственную инфраструктуру инновационного финансирования и выделить те области, где для исправления ситуации требуются политические инициативы. Обсуждаются четыре уровня этого цикла – потенциальные объекты политического вмешательства:

- Этап **мобилизации капитала**, имеющий отношение к доступности средств для распределения их в инновационные предприятия при помощи специализированных финансовых посредников.
- **Инвестиционный** этап, на котором первостепенное значение имеет поток сделок, или инвестиционных возможностей (deal flow) к бизнес-ангелам и фирмам венчурного капитала, а также наличие необходимых навыков, чтобы оценить эти возможности.
- Этап **создания добавленной стоимости**, на котором важнейшее значение имеют знания и умения, нужные для контроля, управления и развития инновационных предприятий.
- Этап **выкупа**, на котором инвесторы получают возможность преобразовать добавленную стоимость в финансовые средства, ко-

торые могут быть использованы для следующей волны инновационных предприятий.

Все рассмотренные правительственные инициативы сгруппированы по странам, чтобы обеспечить необходимый национальный контекст оценки этих программ. Это связано с различной степенью развития каждого из компонентов цикла прямого инвестирования в акционерный капитал. Сравнительный обзор дает возможность выделить примеры передовой практики на разных стадиях цикла.

В заключение даются рекомендации политического характера относительно четырех обозначенных уровней прямого инвестирования ранних стадий, а также подчеркивается важность национальных особенностей, влияющих на различные элементы цикла прямого инвестирования.

## I. Вступление

На сегодняшний день предпринимательство и инновации являются широко признанными столпами экономического роста и создания рабочих мест. Предприятия малого бизнеса являются главными источниками инновационной активности и постоянно требуют притока новой рабочей силы. Однако предпринимательство и инновационное развитие также зачастую подразумевают сильную встряску для бизнеса – предприятия стартуют, добиваются успеха или терпят неудачу в непрекращающейся борьбе за разрешение рыночных и технологических неопределенностей, способствуя при этом созданию лучшего экономического ландшафта. Из-за указанных неопределенностей и неравномерного распределения информации о рынках и технологиях по всему экономическому пространству, государственные финансовые институты испытывают трудности в поддержке отдельных инновационных предприятий в рамках своего понимания рисков и доходности и способности управлять ими. По этой причине инновационные предприятия зависят от частных лиц или специальных посредников для получения финансовой поддержки в период их нахождения в самой неопределенной фазе своего развития. Если такое «альтернативное» финансирование доступно, инновационные системы эффективно функционируют – создают и пускают в оборот материальные ценности, «подпитывая» таким образом экономический рост и создание рабочих мест.

Однако возникновение и развитие инфраструктуры финансирования для поддержки инновационных предприятий на ранних стадиях развития – это комплексный процесс, зависящий от многих условий и требующий эффективного распределения и повторного использования капитала. По этой причине существуют значительные различия между странами в функционировании такой инфраструктуры, если она вообще имеется. Принимая это во внимание, государственная политика все больше прислушивается к финансовым нуждам инновационных предприятий. Поскольку создание инновационных или новых компаний становится одним из главнейших вопросов государственной политики всех стран, в результате возникает необхо-

димось более внимательно рассматривать сопутствующий процесс финансирования. Например, в 2000 году Лиссабонская стратегия Европейского Союза поставила цель превращения Евросоюза в «самую конкурентоспособную и динамично развивающуюся экономику, основанную на знаниях, к концу десятилетия». Эта цель была снова названа и поддержана в 2005 году в обновленной Лиссабонской стратегии «Партнерство для роста и создания рабочих мест». В настоящее время Программа предпринимательства и инноваций является одной из трех действующих опор «Программы организации конкуренции и инноваций» (СIP) на период 2007–2013 годов. Она является продолжением предыдущих всесторонних программ, ориентированных на предпринимательство и инновации, и нацелена на помощь инновационным предприятиям путем предоставления им доступа к финансированию и поддерживающим бизнес организациям, с новым акцентированием внимания на рисковом (венчурном) капитале для быстрорастущих инновационных компаний. Ей также сопутствуют и другие программы, такие как Седьмая рамочная программа Евросоюза и программа JEREMIE, сфокусированные на приоритетах «Партнерства для роста и создания рабочих мест».

Вопросы предпринимательства, инноваций и конкурентоспособности особенно важны в условиях развивающихся экономик стран региона ЕЭК ООН. Появившиеся в результате серий базисных институциональных, макроэкономических и рыночных реформ, эти страны стремятся установить и активизировать механизмы надежного экономического развития и создания рабочих мест. Для достижения этой цели необходимо, чтобы политические инициативы в поддержку инноваций и роста конкурентоспособности были направлены на те конкретные проблемы, с которыми сталкиваются инновационные предприятия при сборе финансовых средств. Понимание этого в названных странах крепнет.

В силу того что политический опыт в сфере финансирования инноваций относительно ограничен, политики в отдельных странах имеют дело как с проблемой создания своих национальных программ, так и с задачей перенимания опыта других стран. Поскольку в разных странах существует разная предыстория развития экономики и

инноваций, различные условия и организация поддержки цикла финансирования инноваций, разные способы исправления недостатков в этих циклах, процесс выработки конкретных политических шагов и рекомендаций для последующих инициатив сталкивается со многими причинными неопределенностями.

Основные задачи этого отчета – дать сравнительный обзор политических инициатив в странах ЕЭК ООН, направленных на улучшение системы финансирования инновационных компаний и развитие самоподдерживающейся инфраструктуры финансирования, а также сформулировать серию политических рекомендаций. В этом обзоре не просто сравниваются и классифицируются программы, а дается исчерпывающее описание всей структуры цикла финансирования ранних стадий, и любая страна сможет оценивать свою инфраструктуру финансирования инноваций в сравнении с этой системой в попытках обнаружить слабые места, на которые можно будет нацеливать соответствующие политические инициативы.

В отчете больше всего внимания уделено бизнес-ангелам и фирмам венчурного капитала, как основным игрокам на поле финансирования инноваций. Вместе с тем достаточно подробно обсуждаются и другие неформальные инвесторы, а также финансовые посредники, играющие не менее важную роль в цикле финансирования ранних стадий. Действительно, хотя фирмы венчурного капитала и бизнес-ангелы, как правило, выходят на то, что им нужно, – группу самых перспективных быстроразвивающихся предприятий, однако, чтобы такие предприятия «взошли», нужно «засеять» огромное поле инновационных предприятий. Именно неформальные инвесторы, инкубаторы, программы технологической коммерциализации и «посевные» фонды играют главную роль в этом процессе.

В Разделе II дается беглый обзор инновационных предприятий, обсуждается их сущность, финансовые потребности и трудности в получении финансирования на ранних стадиях их развития.

В Разделе III приводится обзор характерных черт и современных тенденций деятельности двух главных источников прямого инве-

стирования в инновационные предприятия – бизнес-ангелов и фирм венчурного капитала.

Раздел IV содержит обсуждение цикла финансирования ранних стадий и факторы, мешающие нормальному прохождению каждой из четырех его стадий (мобилизация капитала, инвестирование, создание добавленной стоимости и выход).

Раздел V дает сравнительный обзор политических инициатив в отдельных странах, направленных на улучшение инфраструктуры финансирования новых и инновационных предприятий.

В Разделе VI в результате обсуждения цикла финансирования ранних стадий в сочетании с обзором политических инициатив синтезируется набор рекомендаций политического характера для стран, желающих организовать или усовершенствовать у себя финансирование ранних стадий развития инновационных предприятий.



## II. Сущность и финансирование инновационных предприятий

### 1. Сущность инновационных предприятий

Инновационные предприятия стремятся успешно использовать последние достижения в экономической и социальной сферах. В силу этого они являются генераторами инноваций и делают значительный вклад в экономический рост и увеличение количества рабочих мест. Поскольку инновационная активность очень разнообразна, существует множество различных инновационных предприятий, специализирующихся в разных направлениях деятельности. Источником *новизны* может быть новое научное знание (изобретение), перенос наработанного опыта из одной сферы бизнеса в другую или выработка нового подхода к потребителям – новым или уже существующим. Применение этой новизны может принимать формы создания нового или усовершенствованного продукта, новых или усовершенствованных бизнес-процессов и новых источников сырья. Наконец, по признакам значимости и преемственности относительно существующих рыночных процессов новизна может быть частичной или радикальной, в которой существующий экономический порядок может быть «нарушен», и могут установиться новые способы занятия данным бизнесом.

Большинство инновационных предприятий «стартуют», будучи маленькими и находящимися в частной собственности, когда один человек или группа лиц, привлеченные многообещающими коммерческими перспективами новой идеи, предпринимает усилия к превращению перспектив в реальность. Поскольку существующий порядок сопротивляется нововведениям, коммерциализация новых идей преодолевает череду препятствий, которые могут быть приблизительно сгруппированы по следующим стадиям развития: (1) исследование рыночного потенциала, технико-экономическое обоснование, (2) развитие продукта, (3) выход на рынок и (4) расши-

рение рынка. На ранних стадиях развития предприятия существует много неопределенностей в технических, экономических и рыночных вопросах и поэтому трудно точно определить потенциал предприятия. Как только предприятие достигает рыночной стадии, его потенциал заметно проясняется, как и его потребности в ресурсах. Таким образом, инновационные предприятия характеризуются необходимостью разрешить для себя ситуацию неопределенности, а также проявить или создать свой экономический потенциал.

## 2. Финансирование инновационных предприятий

### 2.1. Потребности инновационных предприятий в финансировании

Развитие инновационных предприятий зависит от затрат на развитие продукта и продолжительности периода подготовки к выводу продукта на рынок и самого процесса выхода. На этом пути развития имеется несколько ранних вех (milestones), для успешного прохождения которых необходимо достаточное финансирование: исследование и разработки продукта (R&D), выработка концепции продукта и создание прототипа, определение рынка и его исследование и начало производства продукта. Часто объем требуемого финансирования превышает возможности таких непосредственно доступных источников, как собственные средства основателя, его семьи, друзей и «простаков» (3Fs – family, friends and fools).

На основании наличия этих вех на пути развития и соответствующих потребностей в финансировании, могут быть выделены несколько стадий финансирования, каждая с присущими ей объемами и предназначением требуемых средств. «Посевная» (*seed*) стадия охватывает начальные исследования и разработки идеи или концепции бизнеса; в фокусе находится технико-экономическое обоснование, определение рыночного потенциала и экономической жизнеспособности. «Стартап» (*start-up*) стадия подразумевает работы над созданием прототипа продукции, первичные исследования

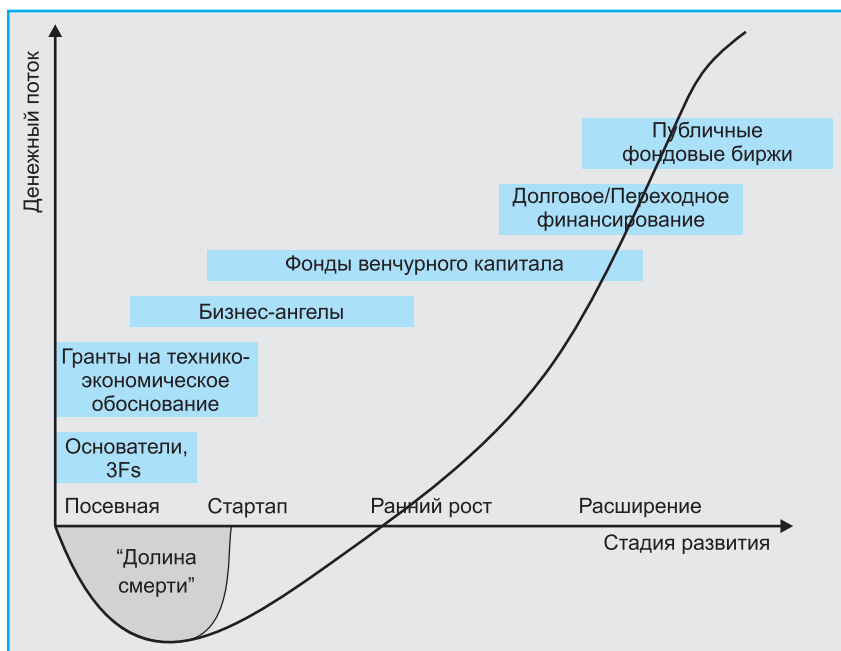
рынка и поиск путей выхода на рынок, а также придание компании официального статуса. Стадия *раннего роста* (*early growth*) имеет отношение к достижению уже небольшого масштаба коммерциализации продукта и началу роста, а также к созданию основ для расширения производства. Наконец, на стадии *расширения* (*expansion*) бизнеса происходит существенный рост по объемам производства и занимаемому месту на рынке.

На рисунке 1 изображена типичная для инновационного предприятия динамика изменения денежного потока (*cash flow*) по стадиям его развития. На нем также указаны источники финансирования, наиболее подходящие и доступные на каждой стадии. Кривая, описывающая данную динамику изменения денежного потока, называется «кривая джей» (*J-curve*), и для нее характерно первоначальное падение на посевной стадии, известное под названием «долина смерти» (*valley of death*), происходящее по причине затраты денежных средств на доказательство правильности концепции бизнеса. Если предприятие выбирается из этой «долины» и может организовать, денежный поток принимает положительные значения, предприятие постепенно набирает силы для выхода на рынок и переходит в следующие стадии – раннего роста и расширения, на которых потребности бизнеса в финансировании значительно увеличиваются.

Потребности в финансировании на посевной и стартап стадиях обычно ниже, однако эти стадии являются решающими для развития бизнеса. Например, анализ самых быстрорастущих частных компаний в США в 2000 году показал, что 16% из них начинали свою деятельность с капиталом менее чем 1000 долл., 42% – с 10 000 или меньше и 58% – с 20 000 долл. или меньше<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Inc. Magazine, Inc. 500 list.



**Рисунок 1: Стадии развития, денежный поток и источники финансирования**

## 2.2. Проблемы, возникающие в процессе привлечения классического финансирования

Инновационные предприятия на посевной и стартап стадиях окутаны атмосферой неопределенности. У таких предприятий нет «кредитной истории» и зачастую нет ощутимых доказательств перспективности их продукта или услуги. Наконец, в технологической области, и особенно в «наукоёмких» областях, продукты часто оказываются относительно устаревшими или зависимыми от изменений знаний, что мешает предприятию овладеть всей экономической ценностью своей инновации. Эти характеристики приводят к восприятию данного проекта как высоко рискованного и тем самым заставляют «классических» инвесторов воздержаться от финансирования из-за высокого уровня альтернативных издержек (opportunity cost) таких инвестиций.

Другое свойство ранних стадий развития инновационных предприятий – существующая в них «информационная асимметрия». Базируясь на своем опыте, знаниях, умениях и связях, предприниматели находятся в уникальном положении для восприятия возможностей своего бизнеса и прогнозирования его рыночного потенциала. Однако потенциальные инвесторы не могут проверить обоснованность допущений о благоприятных возможностях для развития данного бизнеса и не могут провести различия между низко- и высокоперспективными проектами. В условиях экономики, основанной на знаниях, это происходит из-за трудностей в определении стоимости знания или другого нематериального актива, принадлежащего предпринимателю, что побуждает потенциального инвестора либо предъявить неприемлемо высокие требования к условиям своего финансирования, либо полностью уйти из этого поля финансирования предприятий на ранних этапах.

Стоимость инновационного предприятия базируется на долгосрочном потенциале роста, основанном на научных знаниях и интеллектуальной собственности. Это придает своеобразный характер генерации потока денежных поступлений, требующий огромной выдержки и спокойствия от инвестора, ожидающего получить свое возмещение. Денежные потоки неопределенны и изменчивы, с длинными периодами, предшествующими началу первых денежных поступлений. К тому же инновационным предприятиям не хватает материальных активов, которые могли бы служить в качестве обеспечения финансирования.

### **2.3. Финансирование инновационных предприятий на ранних стадиях развития**

Многие из традиционных источников финансирования ранних стадий не вполне подходят для инновационных предприятий. Личные средства основателей, их семей и друзей являются важным источником на посевной стадии, но часто они недостаточны, чтобы покрыть нужды предприятия, когда оно начинает подавать растущие обещания, как показано на рисунке 1.

Поскольку требуется продолжительный период времени для того, чтобы предприятие начало генерировать денежный поток, здесь не годятся методы расчета последующих величин на основе предыдущих (bootstrapping), таких как коммерческий кредит или авансовые выплаты, которые очень эффективны в случае бизнеса, намеревающегося заполнить ниши в упрочившихся рынках и отраслях. К тому же неопределенность, связанная с предстоящим проведением технико-экономического обоснования проекта, нематериальная природа активов инновационного предприятия, неустойчивость его денежных потоков, а также отсутствие удовлетворительной истории его деятельности делают предприятие не подходящим для долгового финансирования. Если основатели возьмут персональные займы, то такие займы, будучи использованными для финансирования «посевной» деятельности, от которой нет никакой отдачи в ближайшее время, могут быстро привести к истощению собственных средств основателей.

Гранты, являющиеся по сути выплатами за определенные заслуги, представляют собой вполне жизнеспособные варианты финансирования развития идей или исследований рынка. Их не нужно возвращать, и они часто обеспечивают своего рода аттестацию получившим их предприятиям, когда они занимаются поисками частного капитала для своего дальнейшего развития.

Возможно самой подходящей формой финансирования ранних стадий инновационных предприятий, которая соответствует соотношению уровня рисков этих предприятий с их потенциальным уровнем доходов, является внешнее прямое инвестирование в акционерный капитал (или подобное этому финансирование, например, конвертируемый в акции долг или заемный капитал). Основными источниками такого финансирования являются бизнес-ангелы и фонды венчурного капитала, хотя большинство венчурных фондов все-таки фокусирует свою деятельность на компаниях с уже разработанным продуктом<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> См., например, Branscomb and Auerswald (2002).

Инвесторы получают долю акций компании в обмен за предоставленное финансирование, что позволяет им участвовать в прибыли от повышения стоимости компании в случае ее реализации. Такие инвесторы получают важное право участвовать в контроле над деятельностью предприятия и осуществлять всесторонний мониторинг, что помогает им управлять риском возникновения потерь и убытков. Наконец, они привносят в предприятие свой ценный опыт и рабочие связи, повышая таким образом его коммерческий потенциал. В следующем разделе помещается детальный обзор этих двух типов инвесторов в акционерный капитал.

### III. Прямое инвестирование в инновационные предприятия на ранних стадиях развития

#### 1. Знакомство с финансированием бизнес-ангелами

##### 1.1. Характерные черты и современные тенденции

Бизнес-ангелы – это состоятельные люди, осуществляющие прямые инвестиции в перспективные предприятия. В добавление к деньгам они привносят в компании свое знание бизнеса и сеть своих контактов, могущих послужить на пользу предпринимателя. Они поставляют большую часть посевного и стартового капитала в высокотехнологические молодые частные предприятия<sup>3</sup>. Чтобы проиллюстрировать всю масштабность их значимости, приведем следующие цифры: в 2006 году в США ангелы инвестировали 25,6 млрд долл. в 51 000 проектов<sup>4</sup>, в то время как фирмы венчурного капитала инвестировали 26,1 млрд долл. приблизительно в 3500 проектов<sup>5</sup>. Эта разница проявляется еще заметнее на посевной и стартап стадиях – почти 46% от средств ангелов были направлены в эти ранние стадии развития компаний, а от средств фондов венчурного капитала направились в такие компании только 20%. Число активно действующих ангел-инвесторов в США оценивается в 234 000 человек<sup>6</sup>. Хотя и не имеется данных по всей Европе, но, базируясь на скудных доступных данных, можно утверждать, что европейские бизнес-ангелы более активны на рынке посевного капитала, чем их коллеги – венчурные капиталисты, инвестируя как в большее число сделок, так и в больших объемах: в 2005 году ангелы инвестировали 127 млн евро в 687 сделок, по сравнению с венчурными инвестициями объемом

<sup>3</sup> Branscomb and Auerswald (2002); Sohl (2006).

<sup>4</sup> Источник: Center for Venture Research.

<sup>5</sup> Источник: PWC MoneyTree.

<sup>6</sup> Источник: Center for Venture Research.



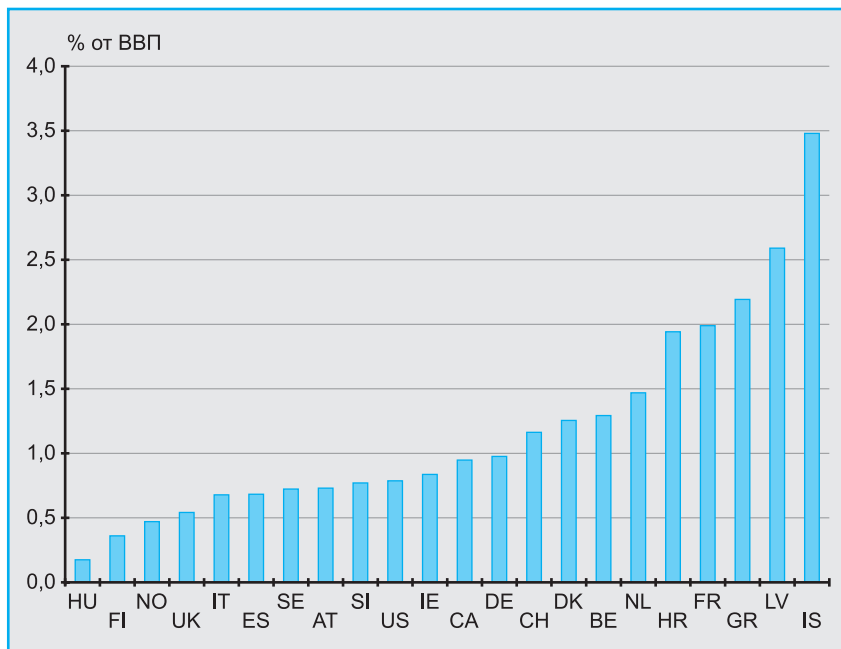
97 млн евро в 416 сделок<sup>7</sup>. На основании оценок, произведенных национальными федерациями сетей бизнес-ангелов, Европейская сеть бизнес-ангелов (EBAN) утверждает, что от 50 000 до 75 000 ангел-инвесторов инвестируют самое меньшее 3 млрд евро в год в компании на ранних стадиях развития – сумма, соизмеримая со всем венчурным капиталом, инвестированным в такие предприятия. Все большее число европейских ангел-инвесторов занимаются международными сделками.

Бизнес-ангелы представляют собой особую группу, в целом относящуюся к разряду неформальных инвесторов. Кроме бизнес-ангелов к неформальным инвесторам можно отнести также членов семей, друзей и родственников, также являющихся источниками финансирования ранних стадий. Рассмотрев все множество групп неформальных инвесторов, можно выявить, насколько велик их вклад. Последние оценки показывают, что в 42 странах, участвующих в программе «Глобальный мониторинг предпринимательства» (GEM), 208 миллионов неформальных инвесторов субсидировали в 2006 году более 600 млрд долл. в молодые частные компании, что превысило общую сумму венчурного капитала, инвестированного в этих странах за тот же период, в 15 раз<sup>8</sup>. На рисунке 2 показаны суммы неформального финансирования для отдельных стран (данные исследования GEM), выраженные в процентах от ВВП. Для многих стран эти показатели близки или превышают 1% от ВВП. Рисунок 3 иллюстрирует широкую распространенность неформальных инвесторов. Представленные цифры внушительны и демонстрируют, что каждый тридцатый взрослый является неформальным инвестором. По некоторым оценкам, в глобальном масштабе неформальные инвесторы внесли средства в 99,9% всех компаний и обеспечили 91% от общей суммы финансирования<sup>9</sup>. При более подробном анализе эти инвесторы на 57,3% оказались близкими или прочими

<sup>7</sup> Источник: EBAN (Statistics Addendum), EVCA.

<sup>8</sup> Bygrave and Quill (2007).

<sup>9</sup> Источник: Global Entrepreneurship Monitor.



**Рисунок 2: Неформальные инвестиции, в процентах от ВВП, 2005 г.<sup>10</sup>**

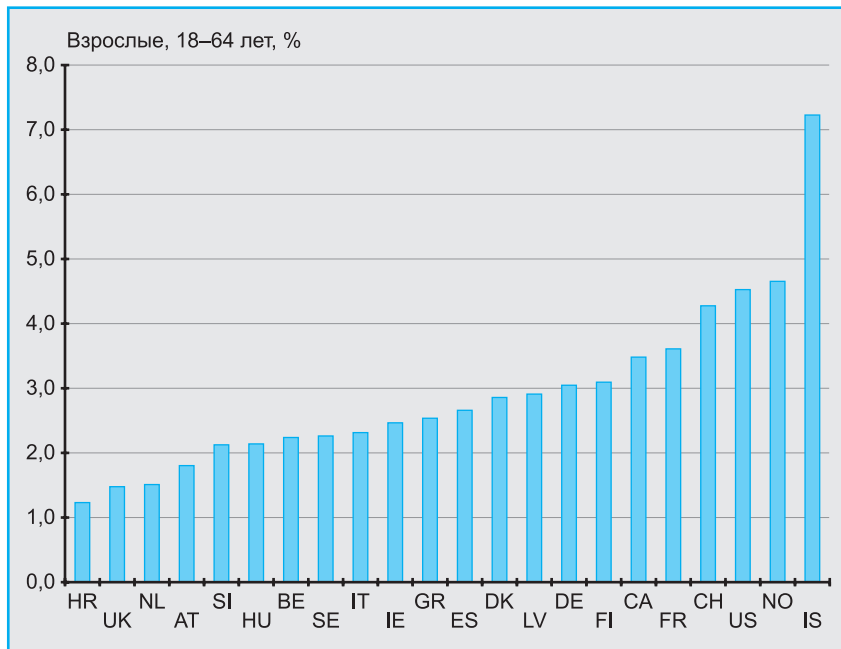
родственниками, на 34,1% – друзьями, соседями или коллегами, и 5,8% были посторонними людьми<sup>11</sup>.

Эти цифры отражают ситуацию в границах того особого пространства, которое занимают неформальные инвесторы в процессе финансирования предпринимательства: это посевной капитал для большого количества проектов с пока еще не определившимся будущим, которые не способны привлечь венчурный капитал для обеспечения будущего роста – из них лишь немногие достигают более продвинутых стадий. Ключевой момент здесь состоит в том, что в самом начале очень трудно распознать, какие предприятия обладают высоким потенциалом, отсюда и потребность в их большом количестве. Цифры также утверждают, что по всем странам име-

<sup>10</sup> Источник: Global Entrepreneurship Monitor.

<sup>11</sup> Вуграге и Куилл (2007).

ется солидная база неформальных инвесторов, которые, однажды решившись профинансировать новые предприятия, окажут существенное воздействие на предпринимательский и инновационный климат этих стран.



**Рисунок 3: Уровень распространённости неформальных инвесторов, 2005 г.<sup>12</sup>**

Пожалуй, основной трудностью, с которой приходится иметь дело рынку бизнес-ангелов, является недостаточный поток информации между бизнес-ангелами и предпринимателями: бизнес-ангелов нелегко найти, как и высококачественных предпринимателей; таким образом, информация об источниках финансирования, с одной стороны, и об инвестиционных возможностях – с другой, не сочетается друг с другом<sup>13</sup>. Одним из мероприятий, направленных на преодоление этих трудностей, является создание сетей бизнес-ангелов

<sup>12</sup> Источник: Global Entrepreneurship Monitor.

<sup>13</sup> Sohl (2006).

(BAN), которые аккумулируют финансовые, информационные и другие ресурсы групп ангелов, помогая сделать их более обозримыми для предпринимателей, с целью привлечения большего потока потенциальных сделок для увеличения возможности инвесторов по отбору наиболее перспективных, а также, чтобы сделать более формальным процесс отбора лучших инвестиционных возможностей.. В Европе в 1999 году была создана Европейская сеть бизнес-ангелов (EBAN), а число национальных сетей увеличилось от 66 в 1999 году до 211 в 2006 году, с числом зарегистрированных в этих сетях активно действующих ангелов, возросшим от 470 до 8000 человек<sup>14</sup>. В пяти странах – Германии, Франции, Соединенном Королевстве, Швеции и Испании – находятся почти три четверти европейских сетей бизнес-ангелов. На сегодняшний день в США имеется около 250 активно действующих групп ангелов, половина из которых являются членами Ассоциации ангельского капитала (Angel Capital Association)<sup>15</sup>, являющейся эквивалентом EBAN.

## 1.2. Инвестированные суммы и добавленная стоимость

В 2005 году средний объем инвестиций, осуществленных европейскими группами ангелов, составил 192 000 евро, тогда как средний объем инвестиций групп ангелов в США – 266 000 евро<sup>16</sup>. Если мы рассмотрим суммы, которые ежегодно обеспечивают взятые в целом группы неформальных инвесторов, то увидим, что половина из них инвестирует меньше 2000 долл., 10% инвестируют более 19 000 долл., 5% инвестируют более 38 000 долл. и 1% инвестируют более 118 000 долл. ежегодно<sup>17</sup>. Бизнес-ангелы обычно финансируют сделки на суммы в пределах от 50 000 долл. до 2 млн долл. Верхний предел этого разброса обычно достигается, когда несколько лиц объединяют свои финансовые ресурсы (процесс синдицирования, ставший проще после объединения ангелов в сети) и, таким образом, могут финансировать более крупные сделки и создавать более диверсифицированные инвестиционные портфели. Это так-

---

<sup>14</sup> EBAN (2007).

<sup>15</sup> Источник: EBAN.

<sup>16</sup> Источник: EBAN Statistics 2006.

<sup>17</sup> Источник: Global Entrepreneurship Monitor.

же позволяет им инвестировать в сектора, например в биотехнологии, которые находятся вне сферы интересов индивидуалов в силу большого объема требуемых инвестиций. Степень синдицирования бизнес-ангелов растет, что приводит к увеличению общих объемов сделок и к уменьшению сумм, предоставляемых индивидуальными инвесторами. К тому же, все чаще в финансировании крупных сделок принимают участие фонды соинвестирования с участием в них государственного сектора.

Ангелы, как правило, привносят в предприятия больше, чем просто капитал, активно участвуя в их развитии, помогая ценными советами по вопросам стратегии, рабочих операций и рынка. Обширный опыт в бизнесе и предпринимательстве, которым обладают многие ангелы, делают неоценимой их роль в раннем развитии молодых предприятий. Разумеется, ангелы бывают разными – активными или пассивными, новичками или опытными – поэтому та добавленная стоимость, которую они привносят в предприятие дополнительно к финансовым ресурсам, также, вероятно, будет сильно различаться. Для решения этой проблемы сети BAN и другие профессиональные сети ангелов разработали схему, по которой можно сопоставлять навыки конкретных отдельных ангелов с нуждами отдельных предприятий. Некоторые сети бизнес-ангелов создали сложно устроенные платформы для проведения своего рода процедур «сватовства», где не только могут встречаться качественные проекты с умудренными инвесторами, но также может происходить тренинг инвесторов и предпринимателей.

## *2. Знакомство с венчурными инвестициями*

### **2.1. Характерные черты и современные тенденции**

Венчурные инвестиции, или венчурный капитал (ВК) – это предоставление профессионально управляемого капитала перспективным компаниям в обмен на их акции, в ожидании продажи этих акций через 5–7 лет со значительной прибылью, что станет возможным в связи с успешным развитием компаний. Фирмы ВК (управляющие

компаниями) исполняют очень важную посредническую функцию, делая возможным поступление средств от институциональных инвесторов к предприятиям с высоким потенциалом роста, которые иначе могли бы остаться незамеченными этими инвесторами и другими традиционными финансовыми институтами. По своей природе ВК является «терпеливым» капиталом, так как венчурные инвестиции неликвидны и претерпевают длительный процесс «осуществления надежд». В то время как венчурные инвестиции могут производиться в широкий диапазон компаний, основная масса средств (70–80%) поступает в компании на стадии расширения, для которых неопределенность относительно их потенциала роста уже в значительной степени разрешена. В этом отношении ВК ранних стадий, хотя и скромный по своей доле в общих объемах венчурных инвестиций, является очень важным связующим звеном между бизнес-ангельским финансированием и ВК стадии расширения.

Венчурный капитал за последние 25–30 лет претерпел подлинную революцию<sup>18</sup>. Впервые он появился в США в конце 1940-х годов, значительно ускорил свое развитие в начале 1980-х вслед за определяющими и санкционирующими этот род деятельности изменениями в законодательстве и поддерживаемый начавшейся революцией в сферах компьютеров, коммуникаций и технологии. Индустрия ВК со временем развилась и в других странах, и сегодня венчурный капитал, несомненно, является глобальным феноменом. В США вклад ВК в экономику трудно недооценить: к 2005 году более чем 23 500 получивших венчурные инвестиции компаний создали 2,1 трлн долл. прибыли (что соответствует 16,6% от ВВП США) и 10 млн рабочих мест, что соответствует 9% от числа всех работающих в частном секторе<sup>19</sup>. Кроме того, из общей массы профинансированных ВК компаний вышло более 3000 публичных компаний.

Роль венчурного капитала в Европе была не столь ярко выражена. Получившие венчурные инвестиции компании создали 630 000 новых рабочих мест между 2000 и 2004 годами, причем темпы роста числа рабочих мест в период 1997–2004 годов составили 30,5%,

<sup>18</sup> Gompers and Lerner (2001).

<sup>19</sup> Global Insight (2007).

в первую очередь это касалось развития сферы R&D<sup>20</sup>. К тому же ВК стал ассоциироваться с экономическим ростом<sup>21</sup>. Характерной особенностью рынка ВК в Европе является его фрагментация в соответствии с государственными границами, что затрудняет международные инвестиции и ведет к недостаточному использованию существующего потенциала. В результате большинство европейских фондов ВК невелики, особенно на недавно развившихся рынках<sup>22</sup>. В то время как цифры по США свидетельствуют о том, что каждая получившая венчурные инвестиции компания в среднем создает 425 рабочих мест, аналогичная величина по Европе, полученная на основании более ограниченного числа респондентов, составляет 46 рабочих мест<sup>23</sup>. Данные по отдельным странам, хотя и не слишком масштабные, говорят в пользу позитивного вклада ВК в экономику. В Ирландии, например, в 2004 году получившие венчурные инвестиции компании принесли 1,63 млрд евро доходов и трудоустроили 14 500 человек, при этом рост доходов и числа рабочих мест превысил средние показатели по стране<sup>24</sup>. Данные по Испании также показывают, что профинансированные ВК компании превосходят остальных по доходам, уровню трудоустройства и росту активов<sup>25</sup>.

Особый интерес для политиков представляет связь между ВК и инновациями. Многие из наиболее успешных технологических компаний были профинансированы венчурными капиталистами на стадии стартап или на других ранних этапах своего становления. Классические венчурные капиталисты, вооруженные терпением и деловой хваткой, пришлось как нельзя более кстати для ограниченных в средствах молодых компаний, занимающихся новыми технологиями. Несмотря на это убедительное обобщение позитивной роли венчурного капитала, практика свидетельствует о том, что ВК не является главным источником капитала для ранних стадий развития технологий<sup>26</sup>. Тем не менее он оказывает существенное влияние,

---

<sup>20</sup> EVCA (2005c).

<sup>21</sup> Meyer (2006).

<sup>22</sup> EC (2007).

<sup>23</sup> EVCA (2002).

<sup>24</sup> IVCA (2005).

<sup>25</sup> Alemany & Marti (2005).

<sup>26</sup> Branscomb and Auerswald (2002).

например, на увеличение числа патентов<sup>27</sup>. В частности, в секторе биотехнологий на долю получивших венчурное финансирование компаний приходится подавляющее большинство присужденных патентов и утвержденных лекарств, несмотря на их небольшую долю в общем числе биотехнологических фирм<sup>28</sup>. Исследования по 16 странам Организации экономического сотрудничества и развития (OECD) обнаружили, что венчурные инвестиции не только положительно влияют на производительность в различных секторах промышленности, но также способствуют внедрению знаний, генерированных в университетах и фирмах<sup>29</sup>.

Естественно, такой позитивный эффект венчурного капитала в США привел к резкому росту интереса к нему в других странах. Поскольку разрыв между США и Европой в отношении венчурных инвестиций оказался достаточно впечатляющим, было выпущено множество политических директив, предписывающих организацию хорошо функционирующих рынков ВК. Однако, прежде чем браться за выполнение этих рекомендаций, было бы полезно изучить исторический контекст, в котором появилась индустрия ВК, и принять во внимание ту скорость, с которой она развивалась. Это поможет правильно оценить успехи, сделанные в Европе, а также понять, что можно ожидать в будущем.

На рисунках 4 и 5 проиллюстрировано положение с венчурными инвестициями ранних стадий в отдельных странах в 1995 и 2005 годах. Хотя во многих странах сначала произошло резкое повышение, а затем понижение венчурной активности в периоде между этими

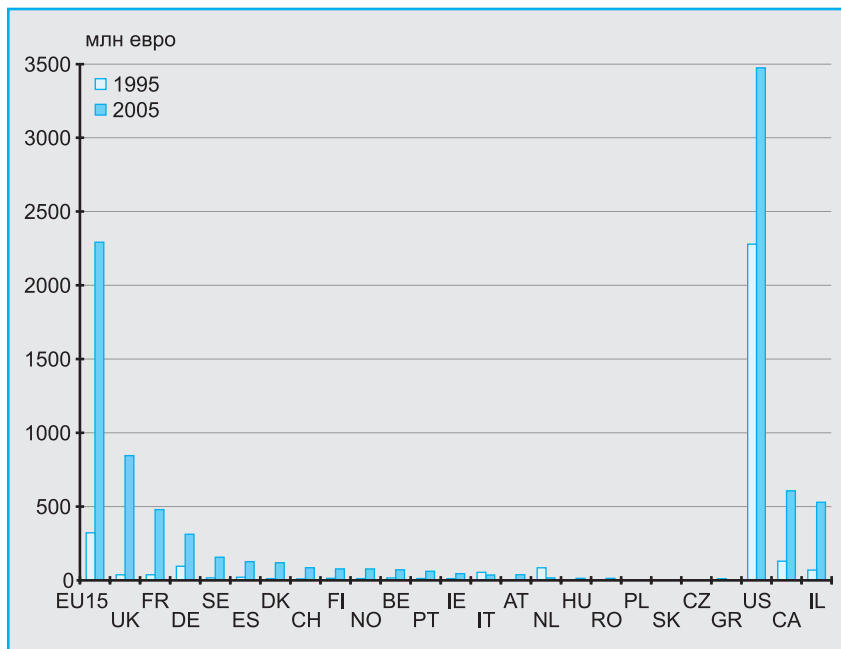
---

<sup>27</sup> Kortum and Lerner (2000).

<sup>28</sup> Lerner (1999).

<sup>29</sup> Romain and Pottelsberghe (2004).



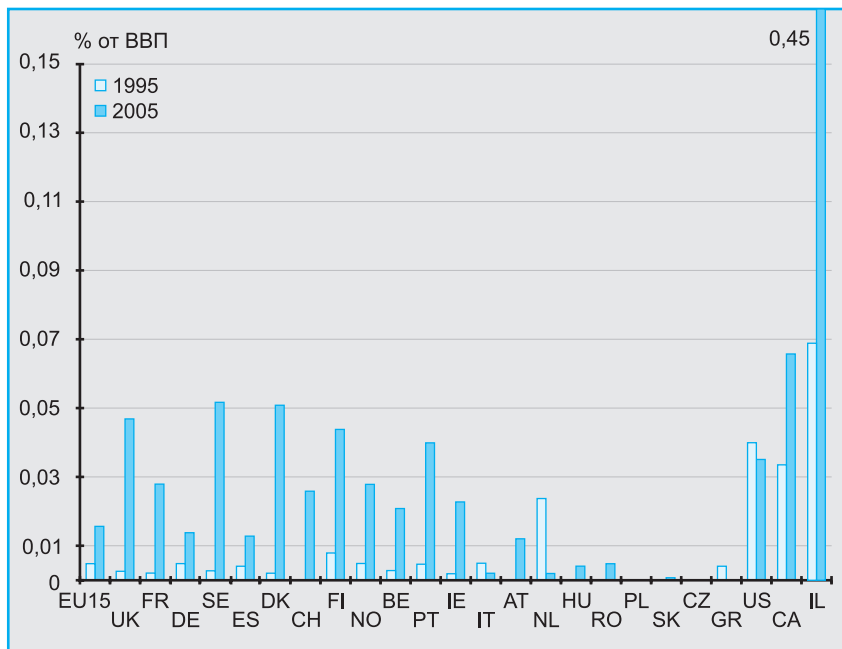


**Рисунок 4: Венчурные инвестиции ранних стадий в ряде стран<sup>30</sup>**

годами<sup>31</sup>, можно видеть, как развивался в целом ВК ранних стадий в течение последних 10 лет. Рисунок 4 показывает абсолютные величины ВК ранних стадий, инвестированного в эти годы (в миллионах евро). Из этого рисунка можно сделать разные выводы. Во-первых, США совершенно очевидно доминировали в 1995 году на сцене венчурного инвестирования, но через 10 лет Европа, Канада и Израиль осуществили огромный прогресс на этом пути, значитель-

<sup>30</sup> Источник: Eurostat. Данные по Канаде и Израилю взяты у CVCA и IVC (ассоциации венчурного инвестирования этих стран).

<sup>31</sup> Сумма ВК ранних стадий, инвестированная в 2005 году, представляет только часть капитала, инвестированного на пике инвестиционного бума 2000 года: 16% для США и 36% для Европы (Источники: MoneyTree, EVCA).



**Рисунок 5: Венчурные инвестиции ранних стадий, в процентах от ВВП, в ряде стран<sup>32</sup>**

но сократив разрыв с США<sup>33</sup>. Во-вторых, активность в сфере ВК в Европе является сгруппированной вокруг нескольких центров, при этом Соединенное Королевство, Франция и Израиль отвечают за более чем 70% всей активности в EU15\*. Если добавить Швецию, Испанию и Данию, то эти шесть стран отвечают за почти 90% деятельности в сфере венчурного инвестирования ранних стадий. В

\* 15 стран, входивших в состав Европейского Союза до вхождения в него 10 стран-кандидатов 1 мая 2004 года. (Прим. пер.).

<sup>32</sup> Источник: Eurostat. Данные по Канаде и Израилю взяты у CVCA и IVC (ассоциации венчурного инвестирования этих стран).

<sup>33</sup> В Европе все еще сохраняется преобладание ВК поздних стадий и капитала выкупов. В 2006 году ВК ранних стадий составлял 34% от общего инвестированного ВК – выше, чем 19% в 2005 году и еще более низких цифр, по мере возвращения к 2001 году. В целом, ВК ранних стадий представлял 28% от общей суммы ВК, инвестированного с 1995 года. С другой стороны, капитал выкупов составлял почти 76% от общей суммы прямых инвестиций в 2006 году, немного выше по сравнению с 73% в 2005 году (Источник: EVCA).

третьих, отмечается очень слабая активность венчурного инвестирования ранних стадий в странах Центральной и Восточной Европы, недавно присоединившихся к Евросоюзу, причем в 2005 году в этих странах было инвестировано менее 10 млн евро. Наконец, нужно отметить впечатляющее развитие индустрии ВК Израиля от скромного старта в начале 1990-х годов до более чем полумиллиарда евро, инвестированных в предприятия ранних стадий в 2005 году.

Последние данные за 2006 год показывают 13%-ное увеличение венчурных инвестиций ранних стадий в США (до 5,1 млрд долл.)<sup>34</sup> и рост на 246% таких инвестиций в Европе (до 5,9 млрд евро)<sup>35</sup>, при этом Европа впервые обогнала Америку, на 97% – за счет инвестиций на стадии стартап.

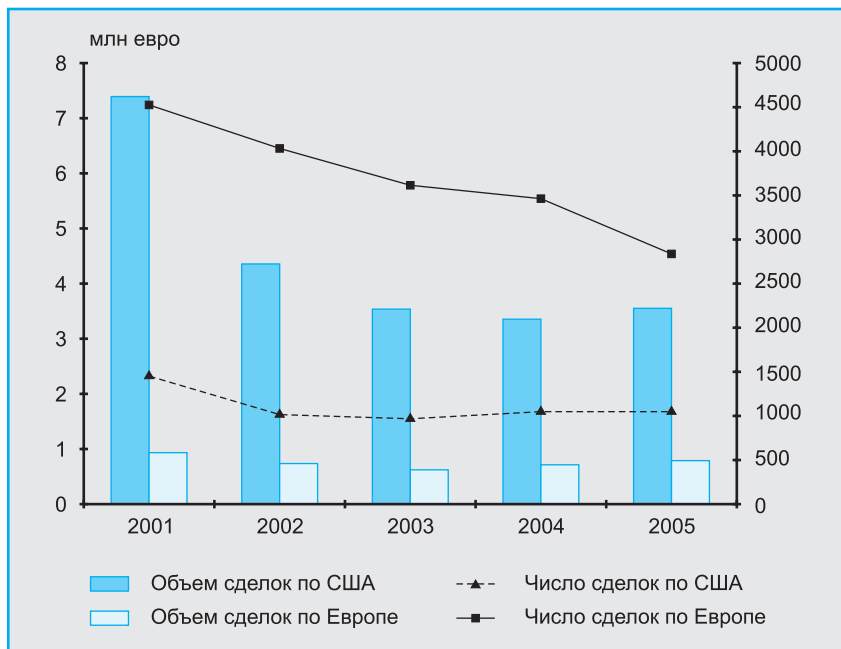
На рисунке 5 отражена измеренная через десятилетний промежуток венчурная активность ранних стадий, которая выражена в процентах от ВВП, что позволяет соотнести ее с объемами любой из экономик. Снова очевиден прогресс в странах Европы, причем уровни активности в Соединенном Королевстве, Франции, Швеции, Норвегии, Дании, Финляндии, Швейцарии, Бельгии, Португалии и Ирландии сравнимы или даже превосходят уровень США. Израиль является явным лидером с долей ВК ранних стадий, равной 0,45% от ВВП в 2005 году.

## 2.2. Инвестированные суммы и добавленная стоимость

На рисунке 6 сравниваются средние объемы венчурных инвестиций ранних стадий в США и Европе в период 2001–2005 годов. Тогда как средние объемы сделок в Европе сохраняются приблизительно на одном уровне, немного не дотягивающем до 1 млн евро, объемы сделок в США резко уменьшились после своего пика в 2000 году (связанного с компаниями «дот-комами») и стабилизировались после 2002 года, выйдя на уровень 1997 года (около 4 млн евро). Налицо существенная разница между размерами сделок в Европе и США, которую можно отнести за счет ряда причин. Во-первых,

<sup>34</sup> Источник: MoneyTree.

<sup>35</sup> Источник: EVCA.



**Рисунок 6: Средний объем сделок и число венчурных инвестиций ранних стадий<sup>36</sup>**

поток инвестиционных возможностей во второй половине 1990-х годов не совпадал с резкими увеличениями объемов капитала, мобилизованного и инвестированного в виде ВК ранних стадий, что привело к увеличению сумм в расчете на одну инвестицию. За период 1980–1992 годов средний объем инвестиции ранних стадий в США оставался в пределах 1–2 млн евро. Во-вторых, вероятно более активный (и, возможно, в возрастающей степени) рынок бизнес-ангелов в США постепенно «перетянул на себя» сделки объемом до 4 млн евро. В третьих, большой опыт в сфере финансирования ранних стадий американских фирм ВК, так же как и более высокое качество потока инвестиционных возможностей, связанное с более высокой предпринимательской культурой, более активная деятельность на стадии до-венчурного финансирования и более сильная система поддержки в кластерах – Силиконовой Долине и «Шоссе

<sup>36</sup> Источник: MoneyTree, EVCA

128», возможно, позволили им сделать большие ставки на многообещающие предприятия.

На рисунке также показано число венчурных инвестиций ранних стадий в США и Европе за тот же период времени. В обоих регионах число сделок вернулось к уровню, существовавшему до 1999 года. Интересно, что в течение всего рассмотренного периода число сделок в Европе существенно превышает число сделок в США (в 3–4 раза). Одно из объяснений этому, находящееся в русле предыдущей дискуссии, состоит в том, что более активный рынок бизнес-ангелов в США оккупировал пространство финансирования ранних стадий. Соответственно, европейские фирмы ВК, которые, возможно, не в состоянии получить доступ к большому числу готовых для принятия инвестиций качественных компаний, вынуждены инвестировать в большее число меньших по объему сделок.

В отличие от пассивных портфельных инвесторов венчурные капиталисты оказываются, как правило, активно вовлеченными в развитие своих портфельных компаний, увеличивая таким образом стоимость этих компаний. Та стоимость, которую фирмы ВК могут внести в свои портфельные компании, простирается далеко за пределы предоставления капитала в виде денег и включает в себя активное управление, такое как мониторинг поведения и производительной работы компании, а также предоставление советов относительно стратегии и своих профессиональных контактов ограниченным в ресурсах предпринимателям<sup>37</sup>. Самым ценным вкладом фирм ВК в компании ранних стадий оказываются стратегические советы и возможности для установления контактов и связей<sup>38</sup>. Кроме того, фирмы ВК помогают с набором штата сотрудников, повышением квалификации управляющего звена, часто заменяя первоначальных предпринимателей более опытными управляющими, лучше подходящими для нужд развития предприятия<sup>39</sup>. Возможности фирм ВК активно влиять на стратегические и операционные решения компа-

<sup>37</sup> См.: De Clercq, Fried, Lehtonen and Sapienza (2006), Sahlman (1990), Sapienza (1992), Wright and Robbie (1998).

<sup>38</sup> EVCA (2002).

<sup>39</sup> Hellman and Puri (2002).

нии достигаются путем их непосредственного участия в работе совета директоров<sup>40</sup>.

Еще одним важным инструментом управления взаимоотношениями с портфельными компаниями и обеспечения непрерывности совпадения целей предпринимателя и инвесторов является распределение инвестиций по стадиям. Фирмы ВК вносят очередную порцию средств в компанию на основании успешного прохождения ею заранее оговоренных вех и могут использовать такое «движение по кругу» как эффективное средство управления присущими инвестициями неопределенностями<sup>41</sup>. Делая каждую последующую выплату зависящей от определенных достижений компании, фирмы ВК не только дают импульс к хорошей работе управляющей команде компании, но также и защищают ее от риска возможных убытков, вовремя сигнализируя, что необходимо резко сократить расходы, поскольку уровень производства или развития проявляет явные признаки спада. С точки зрения предпринимателя, здесь есть один негативный аспект: предприятие может лишиться столь необходимых ему средств, когда перспективы на успешный выход уменьшаются, но предприятие все еще жизнеспособно<sup>42</sup>.

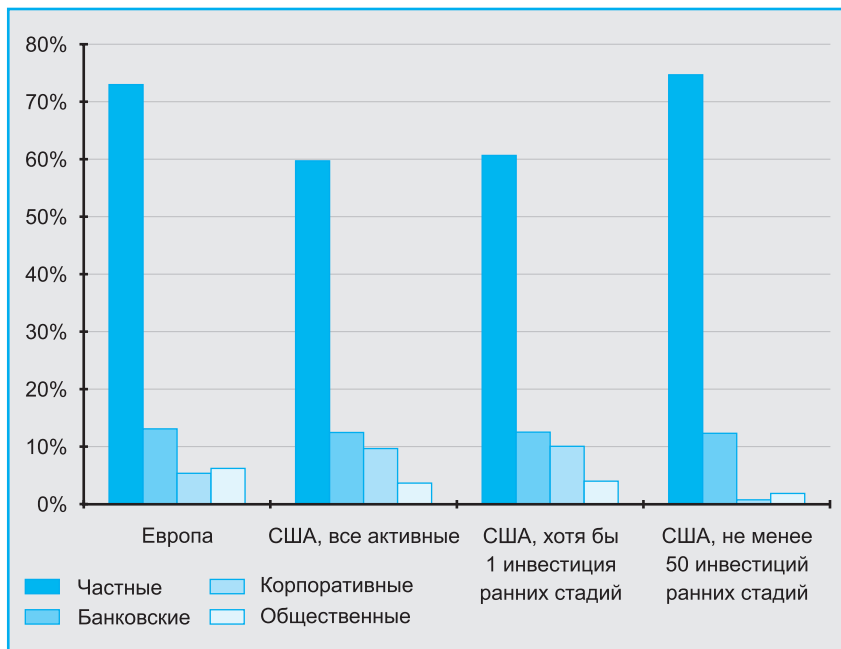
### 2.3. Различные типы фирм венчурного капитала

Под «гладкой поверхностью» совокупных данных по венчурному финансированию угадывается широчайшее разнообразие фирм венчурного капитала, работающих в пространстве финансирования ранних стадий. Понимание особенностей пространства, в котором действуют фирмы ВК, очень важно, поскольку различные типы фирм ВК по-разному относятся к инвестициям ранних стадий и имеют разные возможности по отношению к ним. На рисунке 7 сравнивается распределение фирм ВК по различным типам в Европе и США. Структура собственности фирм ВК оказывается сходной в обоих регионах, с доминированием в них частных

<sup>40</sup> См.: Lerner (1995).

<sup>41</sup> См.: Gompers (1995).

<sup>42</sup> Ruhnka, Feldman, and Dean (1992) называют такие инвестиции «живыми мертвецами».



**Рисунок 7: Распределение фирм ВК по типам в Европе и США<sup>43</sup>**

фирм ВК (73% и 60% соответственно). Чтобы еще лучше разобраться в специфике инвесторов ранних стадий, на рисунке также приводится структура американских фирм ВК, которые осуществили хотя бы одну инвестицию ранних стадий, и тех фирм, которые сделали не менее 50 инвестиций ранних стадий. В то время как фирмы, сделавшие хотя бы одну инвестицию ранних стадий, являются идентичными по своей структуре активно действующим фирмам ВК, фирмы, сделавшие не менее 50 инвестиций ранних стадий, состоят главным образом из частных (75%) и связанных с банками (12,5%) фирм ВК.

<sup>43</sup> Распределение по Европе основано на современном составе членов EVCA. Распределение по США получено на основе данных Venture Economics, касающихся венчурных фирм, сделавших хотя бы одну инвестицию в 2003–2004 гг.

С одной стороны, такая картина предполагает, что частные и связанные с банками фирмы ВК лучше позиционированы, чтобы постоянно заниматься инвестициями ранних стадий. Частные фирмы ВК, побуждаемые к этому своей поощрительной структурой компенсаций, более склонны использовать новые или появляющиеся инвестиционные ниши<sup>44</sup>. К тому же, из-за своей потребности в постоянном обновлении путем мобилизации все нового капитала, они сильно зависят от поддержания высокого уровня своей деятельности<sup>45</sup> и, таким образом, всегда проявляют готовность к дальнейшему обучению, совершенствованию своих инвестиционных навыков и привлечению высококлассных инвестиционных менеджеров. Связанные с банками фирмы ВК могут рассматривать ранние стадии развития предприятий не только как обеспечивающий диверсификацию компонент своего инвестиционного портфеля, но также и как потенциальный источник будущих потребностей в банковских услугах<sup>46</sup>. С другой стороны, рисунок отражает тот факт, что корпоративные и государственные (общественные) фирмы ВК редко достигают больших масштабов деятельности, поэтому вряд ли они способны сделать большое число инвестиций.

Поскольку подобное разбиение данных по группам все еще не доступно в контексте Европы, важно продумать, имела ли здесь место аналогичная инвестиционная картина. Существуют предположения, что связанные с банками фирмы ВК, которым не хватает навыков инвестирования ранних стадий, фактически избегают таких инвестиций<sup>47</sup>. В целом, когда формируются контролируемые (кэптивные) фонды в нефинансовых целях, последние могут возобладать над финансовыми соображениями венчурного капиталиста. Например, оценка пилотной схемы посевного капитала Евросоюза выявила систематически наблюдаемые различия – как по капиталу фонда, так и по потоку инвестиционных возможностей – между фондами, организованными в финансовых целях (т.е. максимизации

---

<sup>44</sup> Gedajlovic and Dimov (2007); Dimov and Murray (2007).

<sup>45</sup> Van Osnabrugge and Robinson (2001).

<sup>46</sup> Fenn, Liang and Prowse (1995); Gedajlovic and Dimov (2007).

<sup>47</sup> См.: Туквова (2004) – исследование немецких венчурных фондов.



прибыли), и фондами, организованными в социальных целях (т.е. развития региона)<sup>48</sup>.

Рассмотрение эффекта местонахождения на примере Калифорнии (Силиконовая Долина) и Массачусетса (Шоссе 128) – очагов происхождения инвестирования ранних стадий в Америке – проливает еще больше света на данные по США. Активно работающие фирмы ВК в этих двух штатах включают в себя приблизительно одну четверть всех активных фирм венчурного капитала США, и такое соотношение сохраняется, если рассматривать фирмы ВК, сделавшие по крайней мере одну инвестицию ранних стадий. Однако из числа 104 фирм ВК, сделавших не менее 50 инвестиций ранних стадий, 34% расположены в Калифорнии и 18% – в Массачусетсе, что составляет более чем половину всех наиболее активных в компаниях ранних стадий фирм. Это предполагает, что появление кластеров Силиконовой Долины и Шоссе 128 оказывало влияние на все окружение венчурного инвестирования в США в течение продолжительного времени. Если говорить о сосредоточенном в нескольких регионах венчурном инвестировании ранних стадий в Европе, то напрашивается вывод о том, что более равномерного распределения вряд ли возможно достигнуть за относительно короткий промежуток времени.

---

<sup>48</sup> Murray (1994).

## IV. Рычаги прямого инвестирования ранних стадий

Любая политическая мера, нацеленная на содействие развитию эффективной инфраструктуры финансирования инновационных предприятий, должна базироваться на четком понимании мотивов основных частных игроков в процессе финансирования ранних стадий, а также «рычагов», влияющих на бесперебойность этого процесса. Как уже обсуждалось в предыдущем разделе, бизнес-ангелы и фирмы ВК играют центральную и взаимодополняющую посредническую роль в финансировании ранних стадий развития предприятий, предоставляя капитал, знание дела и обеспечивая легитимность тех проектов, которые традиционные финансовые посредники считают сопряженными с чрезмерным риском. Чтобы бизнес-ангелы и фирмы ВК были эффективными и самодостаточными, выполняя свои функции посредников, они должны действовать в условиях, позволяющих им иметь доступ к средствам, инвестиционным возможностям и возможностям «пожинать плоды» (выход), что в свою очередь позволит им создавать доходы, соответствующие тем рискам, которые они на себя принимают, а также перераспределять свой капитал на различных этапах цикла финансирования. Процесс финансирования ранних стадий можно рассматривать как самоподдерживающийся цикл, состоящий из четырех основных этапов: мобилизация капитала, инвестирование, управление / создание добавленной стоимости и выход<sup>49</sup>. Поскольку каждому из этих этапов соответствует какой-то политический рычаг, все четыре этапа должны быть развиты и активно действовать, чтобы процесс финансирования ранних стадий проходил нормально. Кроме того, поскольку каждый из этих рычагов по-разному используется бизнес-ангелами и фирмами ВК, их необходимо «настроить» с учетом специфики работы каждого из этих игроков.

---

<sup>49</sup> Gompers and Lerner (1999) обсуждают эти стадии в контексте цикла венчурного инвестирования. Эти стадии могут также применяться в отношении процесса финансирования, более общего, чем только с участием фирм ВК.

## 1. Мобилизация капитала

### 1.1. Привлекательность частных инвестиций для бизнес-ангелов

Бизнес-ангелы – это состоятельные индивидуумы, принявшие решение использовать часть своих средств на инвестиции в начинающие предприятия. Такие инвестиции являются рискованными и поэтому, как правило, бизнес-ангелы инвестируют только ту сумму, которую они могут позволить себе потерять. Для многих ангелов источником их состояния является продажа предприятия, которое они основали и которым управляли, поэтому энергичная, динамичная предпринимательская среда является важной предпосылкой появления многих бизнес-ангелов. Бизнес-ангелы не занимаются мобилизацией капитала – они, скорее, озабочены тем, чтобы частная инвестиция предоставила им действенную альтернативу – сохранить и приумножить их богатство.

Хотя многие ангелы инвестируют по причинам, выходящим за пределы получения денежной прибыли (например, получение возможности продолжить свою предпринимательскую деятельность), отсутствие перспектив получить хорошую прибыль может испортить им аппетит к частным инвестициям. В связи с этим, основным фактором, влияющим на масштабы и интенсивность деятельности бизнес-ангелов, является достаточное количество высококачественных молодых частных предприятий. Известны примеры того, как, несмотря на желание осуществлять больше частных инвестиций, бизнес-ангелы отказывались от своих намерений из-за ограниченного числа сделок, отвечающих их инвестиционным критериям, а также из-за низкого качества большинства полученных ими инвестиционных предложений<sup>50</sup>. Эту проблему иногда пытаются решить при помощи создания программ «инвестиционной готовности», которые помогают предпринимателям подготовить соответствующий бизнес-план и узнать о существовании различных источников финансирования, доступных для их бизнеса.

---

<sup>50</sup> Mason and Harrison (2002a).

Жизнеспособность частных инвестиций особенно важна для привлечения ангел-инвесторов, если принять во внимание, что некоторые ангелы являются пассивными инвесторами и просто ищут достижения удовлетворяющих их прибылей. Действительно, для ангелов существуют широчайшие возможности инвестировать свои деньги: в публично торгуемые акции, облигации, собственность, искусство, антиквариат и т.д. В исследованиях бизнес-ангелов описываются те условия в отношении налогов, экономики и положения на фондовых биржах, которые влияют на желание бизнес-ангелов инвестировать в частные компании. Налоговые аспекты оказываются самыми существенными. Было выявлено, в частности, что доступность скидки с налога на частные инвестиции оказывает наибольший эффект, за этим следуют налог на прирост капитала и налог на дивиденды<sup>51</sup>. Высокая налоговая скидка поощряет инвестиции, в то время как высокие налоговые ставки на прирост капитала или дивиденды препятствуют осуществлению инвестиций. Экономические условия, процентные ставки и инфляция также влияют на инвестиционную активность, хотя и в меньшей степени, чем налоги. Условия на фондовой бирже, определяющие суммы, доступные для частных инвестиций, также как и альтернативные издержки инвестиций, оказались менее значимыми факторами.

Ангелы-новички (*virgin angels*) – те, которые еще не делали частных инвестиций, но обладают возможностью и имеют желание инвестировать, являются подгруппой бизнес-ангелов, на которых могут влиять дополнительные факторы, пока они не станут активными инвесторами. Действительно, во многих исследованиях бизнес-ангелов большинство опрошенных еще не сделали ни одной частной инвестиции или сделали всего несколько<sup>52</sup>. По сравнению с более опытными ангелами, новичкам может не хватать знания инвестиционного процесса, и отсюда могут проистекать нереалистичные надежды относительно сущности предпринимателей и их инвестиционных предложений. Доступ к сетям бизнес-ангелов или к другим площадкам для взаимодействий или обмена опытом с другими бизнес-ангелами может оказаться очень важным для преодоления

<sup>51</sup> Mason and Harrison (2000, 2002a).

<sup>52</sup> Например, Mason and Harrison (2002b), Stedler and Peters (2003).

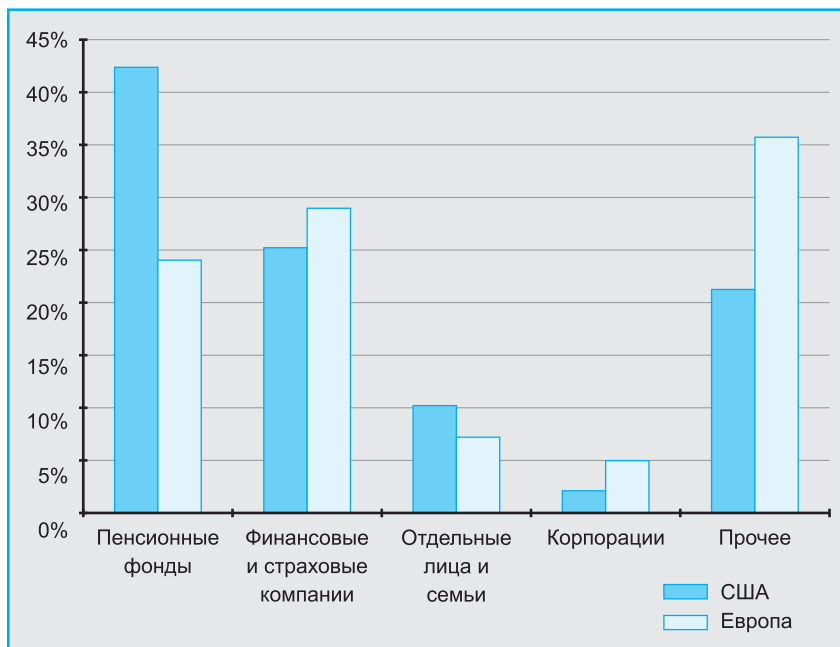
препятствий, связанных с начальными частными инвестициями. Школы бизнес-ангелов и программы подготовки инвесторов помогают ангелам-новичкам стать практикующими ангелами путем повышения уровня их знаний о рынке ангелов, а также предоставляют практикующим ангелам поддержку в вопросах инвестирования.

## 1.2. Источники капитала для фондов венчурного капитала

Средства, инвестируемые фирмами ВК в перспективные молодые частные предприятия, предоставляются, как правило, институциональными или другими инвесторами. Поскольку фирмы ВК не инвестируют свои собственные средства, мобилизация капитала является важнейшим компонентом цикла венчурного инвестирования. В свою очередь размещение средств в фирму ВК имеет экономический смысл только в той степени, в которой полученные фирмой ВК доходы не обманывают надежд инвесторов и адекватно вознаграждают их за принятый на себя риск.

О венчурном капитале часто отзываются как о «терпеливом» капитале, что отражает продолжительность времени (10–12 лет), в течение которого инвестиция должна быть сделана, созреть и успешно пройти стадию выхода. Такая уменьшенная ликвидность в сочетании с привлекательными доходами, которые может обеспечить венчурный капитал, делают венчурные инвестиции привлекательным классом активов для институциональных инвесторов – таких как пенсионные фонды, страховые компании, дарственные фонды (endowments), трасты сохранения семейного состояния и т.д. В ранние периоды развития индустрии ВК предоставлением средств для венчурного финансирования в основном занимались состоятельные семьи и отдельные лица. Однако вслед за появлением партнерств с ограниченной ответственностью (Limited Liability Partnership, LLP) в качестве организаций, занимающихся мобилизацией капитала, и в ответ на важные регуляторные изменения, касающиеся управления распределением инвестиций, сделанных институциональными инвесторами, мобилизация венчурного капитала с успехом перешла в сферу деятельности этих инвесторов.

Рисунок 8 иллюстрирует вклад основных классов инвесторов в мобилизацию капитала для венчурных (прямых) инвестиций в США и Европе. Самые заметные различия по обе стороны Атлантики отмечаются в отношении пропорции средств, собранных пенсионными фондами, – аспект, в котором все еще доминируют



**Рисунок 8: Венчурные фонды по источникам капитала<sup>53</sup>**

<sup>53</sup> Источники: NVCA (данные за 2004 год) и EVCA (средние цифры за период 2002–2006 гг.). По причине различий между методиками исследований и отчетности между NVCA и EVCA, эти данные трудно сравнивать между регионами. Данные EVCA являются суммарными по прямым инвестициям и, таким образом, объединяют венчурный капитал и фонды выкупов. За период 2002–2006 гг. венчурные фонды составляли 20,5% от общей суммы мобилизованного капитала прямых инвестиций. Отсюда следует, что доля индивидуальных источников могла быть намного выше (или ниже), если учитывать только мобилизованный венчурный капитал. К тому же, данные EVCA относят значительную часть мобилизации средств за счет фонда фондов (16%), и таким образом не идентифицируют первоначальные источники этих средств.

США (42% против 24%). Тем не менее, хотя в этом аспекте исторически приписывается преимущество Соединенным Штатам, в Европе в настоящее время тоже наблюдается много позитивных тенденций, которые направлены на заполнение этого пробела. В 2005 году в США до 7% средств пенсионных фондов и страховых компаний было помещено в прямые инвестиции, в то время как соответствующая цифра по Европе была 4,5%, но с тенденцией к повышению<sup>54</sup>. Прогноз на 2007 год предусматривает дальнейшее уменьшение различий – 7,6% в США и 6,1% в Европе<sup>55</sup>. Есть и другие признаки, указывающие на конвергенцию развития прямых инвестиций: в 2005 году 57% респондентов проведенного в США исследования пользовались прямыми инвестициями, в то время как соответствующее число в Европе оказалось больше – 63%. Однако в то время как 53% альтернативных инвестиций в США было сделано в виде прямых инвестиций, соответствующая цифра по Европе оказалась равной 30%<sup>56</sup>. Это указывает на наличие в Европе большого потенциала к увеличению пула венчурного капитала.

Есть и другие различия между странами в процессе мобилизации капитала. В США дарственные фонды и другие подобные учреждения обеспечили 21% венчурного капитала (категория «прочее» на рис. 8) и не имели себе эквивалентов в других странах. Поскольку они похожи на пенсионные фонды в отношении их инвестиционных предпочтений и стратегии, этот источник средств дает дополнительное преимущество американским фирмам ВК на подходах к институциональному капиталу. В Европе правительственные агентства отвечают за 9% всего мобилизованного капитала прямых инвестиций, хотя их доля, вероятно, превысит 40%, если рассматривать только венчурный капитал<sup>57</sup>. Мобилизация венчурного капитала в Канаде заметно отличается, что связано с существованием особого типа фондов венчурного капитала – Корпораций трудового вен-

---

<sup>54</sup> Russel Research (2005).

<sup>55</sup> Там же.

<sup>56</sup> Там же.

<sup>57</sup> Допуская, что правительственные организации не поддерживают фонды выкупов, на их счет можно отнести 43% от суммы венчурного капитала, мобилизованного в странах-членах EVCA за период 2002–2006 гг.

чурного капитала (Labour Sponsored Venture Capital Corporations, LSVCC), которые мобилизуют капитал непосредственно от индивидуальных инвесторов. В 2006 году на долю LSVCC приходилось 57% от новых фондов, созданных в Канаде<sup>58</sup>. В Соединенном Королевстве подобной финансовой организацией являются Траксты венчурного капитала.

### 1.3. Структура фондов венчурного капитала

На многих развитых рынках венчурного капитала фонды ВК организованы в виде партнерств с ограниченной ответственностью (LLPs), в которых институциональные инвесторы являются партнерами с ограниченной ответственностью (LPs), а фирмы ВК выступают в качестве генеральных партнеров (GPs), предоставляя малую часть (обычно 1%) от капитала фонда. LPs не вовлекаются в активное управление фондом, хотя они пользуются разнообразными договорами и соглашениями, чтобы руководить поведением венчурных капиталистов<sup>59</sup>. LLPs имеют ограниченный срок существования, обычно 10–12 лет. Запрещены передачи долей партнерства или ранние изъятия капитала из партнерства до даты окончания деятельности фонда. LLPs позволяют потокам распределений доходов протекать сквозь структуру партнерства к LPs и облагаться налогами у них, таким образом не допуская двойного налогообложения, связанного с корпоративной формой организации. В них также позволено распределение ценных бумаг среди партнеров без обложения налогами, до того как ценная бумага будет действительно продана.

При типичной организации системы компенсаций, фирмы ВК получают вознаграждение за управление в размере 2–2,5% от величины зарезервированного для инвестиции капитала в течение существова-

---

<sup>58</sup> Источник: CVCA.

<sup>59</sup> Например, они могут не разрешать фондовым менеджерам участвовать в соинвестировании проектов, дополнительно инвестировать в компании, получившие инвестиции от предыдущих фондов, мобилизовывать новые фонды, инвестировать больше чем установленную часть фонда в одну данную компанию и т.д. Более подробно см.: Sahlman (1990) или Gompers and Lerner (1996).



ния фонда и 20–25% от суммы распределения партнерам сверх минимальной суммы (номинальная сумма плюс установленный минимальный размер дохода). Структура компенсаций предусматривает значительные стимулы для венчурных капиталистов инвестировать в рискованные проекты. Поскольку фирмы ВК не берут денег в долг и несут мало ответственности, то из неограниченной ответственности GPs не проистекает слишком много нежелательных последствий<sup>60</sup>. Благодаря тому, что GPs обеспечивают лишь малую часть капитала фонда, они в ограниченной степени подвергаются риску потерь. В то же время эта диспропорция их участия в распределении средств фонда делает их сильно зависимыми от получения прибыли и подталкивает их прилагать усилия к ее увеличению.

История партнерств с ограниченной ответственностью относительно коротка<sup>61</sup>. Между 1997 и 1994 годами доля прямых инвестиций, управляемых LLPs, в США выросла от менее чем 20% до более чем 80%, в то время как объем ВК под их управлением вырос от менее чем 3 млрд долл. до 30 млрд долл. Структура LLP широко распространена в США, а за пределами Америки она встречается реже, где можно наблюдать самые различные структуры, особенно в странах Европы. Некоторые фонды ВК структурированы как взаимные фонды общественного типа, в которые могут инвестировать многие индивидуальные инвесторы (например, LSVCC в Канаде, Траксты ВК в Соединенном Королевстве). Другие структурированы как акционерные (joint stock) общества (например, AG в Германии, Австрии, Швейцарии) или как «вечнозеленые» (evergreen) инвестиционные фонды. Кроме того, за последние несколько лет в большинстве европейских стран были учреждены специализированные отечественные фондовые структуры для содействия привлечению как отечественного, так и иностранного капитала<sup>62</sup>. В то время как большинство из этих структур на самом деле являются партнер-

<sup>60</sup> Sahlman (1990).

<sup>61</sup> Первое неодносемейное партнерство с ограниченной ответственностью было образовано в 1959 году (Hsu and Kenney, 2005). Между 1969 и 1975 гг. был период все еще раннего, но уже ускоряющегося развития венчурной индустрии США, и было сформировано 29 ограниченных партнерств, мобилизовавших 376 млн долл. (Источник: Venture Economics).

<sup>62</sup> EVCA (2006).

ствами с ограниченной ответственностью, остальные (в Польше, Румынии) включают в себя инвестиционные фонды или корпорации. Альтернативные структуры часто вынуждают фонд генерировать периодические денежные потоки и не выплачивают достаточно высоких вознаграждений менеджерам фондов<sup>63</sup>, что в свою очередь влияет на способность фонда привлекать и удерживать у себя компетентных менеджеров.

#### 1.4. Основные факторы, влияющие на процесс мобилизации венчурного капитала

В числе факторов, влияющих на процесс мобилизации капитала, могут быть названы регуляторные и налоговые факторы, макроэкономическая стабильность и рынок.

##### (а) Регуляторные постановления (regulations)

Регуляторные постановления влияют на процесс мобилизации капитала, позволяя пенсионным фондам и страховым компаниям помещать свои средства в венчурные инвестиции. Официальное признание венчурного капитала (прямых инвестиций) в качестве класса активов помогло привлечь институциональных инвесторов. В США 1980 год считается переломным годом в развитии индустрии ВК. Ему предшествовало утверждение ряда законов, способствовавших поступлению средств пенсионных фондов и других институциональных инвесторов в компании венчурного капитала, а также облегчивших регуляторное бремя, отягощавшее фирмы ВК (что будет обсуждаться в следующем разделе).

В качестве общеевропейской тенденции за последние четыре года отмечается существенное улучшение условий для мобилизации венчурного капитала, когда отменены многие из регуляторных препятствий для венчурного инвестирования в соответствии с Директи-

---

<sup>63</sup> Hsu and Kenney (2005) предлагают эти причины в качестве объяснения прекращения деятельности компании ARD – первой венчурной компании в США – перед лицом соперничества с партнерствами с ограниченной ответственностью.

вой Евросоюза 2003/41/ЕС, касающейся деятельности учреждений, занимающихся пенсионным обеспечением, и контроля над ней<sup>64</sup>. Как результат, европейские пенсионные фонды и страховые компании стали все больше открываться для размещения своих средств в венчурные инвестиции. Тем не менее в этом вопросе существуют большие различия между странами. Ирландия и Соединенное Королевство, несомненно, обладают самой благоприятной регуляторной средой, за ними идут Франция, Бельгия, Испания и Люксембург. Третья группа прогрессивных последователей включает в себя Данию, Австрию и Финляндию. Группы стран Центральной и Восточной Европы являются отстающими в этой области, причем Венгрия является среди них самой передовой<sup>65</sup>.

Все еще существует несколько областей, в которых регуляторная среда в отдельных европейских странах негативно влияет на мобилизацию венчурного капитала<sup>66</sup>. Во-первых, имеются количественные ограничения на распределение пенсионных средств в ВК в дополнение к тем, которые декларируются в директивах Евросоюза (все страны Центральной и Восточной Европы, кроме Венгрии и Латвии, имеют такие ограничения). К тому же некоторые из более развитых европейских стран (Австрия, Бельгия, Греция, Италия, Люксембург, Норвегия, Португалия и Швеция) тоже имеют эти ограничения. Страховые компании реже сталкиваются с дополнительными количественными ограничениями на свои инвестиции в ВК, в то время как наиболее суровые ограничения накладываются в некоторых странах Центральной и Восточной Европы (Чешская республика, Латвия, Румыния). В нескольких странах пенсионные фонды встречаются с ограничениями географического характера на свои инвестиции (Венгрия, Польша, Румыния, Швейцария), в то время как в других странах подобные ограничения налагаются на страховые компании (Чешская республика, Латвия, Румыния).

---

<sup>64</sup> EVCA (2006).

<sup>65</sup> Там же.

<sup>66</sup> Последующие сравнения базируются на последнем отчете по налогам EVCA (EVCA, 2006).

Наконец, всеми признана высокая значимость той проблемы, что сектор ВК в Европе не имеет единого рынка – значительная фрагментация по государственным границам делает международные инвестиции венчурного капитала неоправданно усложненными. В последних рекомендациях ставится ударение на важности признания фондов ВК, зарегистрированных под другими юрисдикциями, не нуждающимися в отдельной регистрации, отдельном регулировании или особых инвестиционных структурах<sup>67</sup>.

### (б) Налогообложение

Налоги на доходы, заработанные фондами ВК, могут сильно изменять величину чистой прибыли поставщиков венчурного капитала. Отсюда ясно, что налоговая политика может оказывать влияние на процесс мобилизации венчурного капитала. Один важный аспект таких политических мер, оказывающий особенно сильное воздействие на мобилизацию венчурного капитала, – это налог на прирост капитала<sup>68</sup>. Параллельно с остальными переменами регуляторного характера в США в конце 1970-х годов, максимальная ставка процента налога на прирост капитала была снижена с 49,5% до 28% в 1978 году и затем до 20% в 1981 году. Интересно отметить, что она увеличилась до 28% в 1986 году – не повлияв при этом сильно на существовавшие тогда тенденции в процессе мобилизации капитала – и была снова уменьшена до 20% в 1997 году, и далее до 15% в 2003 году. В странах Европы регуляторные постановления относительно налога на прирост капитала сильно варьируются по странам, при этом ставка обычно колеблется между значениями 15% и 50%<sup>69</sup>, базируясь во многих случаях на предельных значениях величин подоходного налога.

---

<sup>67</sup> ЕС (2007).

<sup>68</sup> Cumming (2007), Jeng and Wells (2000).

<sup>69</sup> EVCA (2005b). Также существуют скидки в виде индексации, уменьшения и освобождения, которые могут уменьшить реальную уплаченную сумму налога на прирост капитала. Например, в Соединенном Королевстве существует щедрая скидка в виде уменьшения на 75% для активов компании, проданных через 2 года, приводящая к фактической величине ставки налога на прирост капитала в 10%.

Другой аспект налоговой политики касается налогового статуса фондов венчурного капитала. Тогда как структура LLP в США предусматривает поступление доходов к индивидуальным инвесторам, эта картина в Европе более сложная. Из-за различий в налоговых режимах, регуляторных постановлениях и налоговых ставках в разных странах Европы, особой заботой европейских фондов является постоянное официальное освобождение от налогов, в рамках которого фонды, учрежденные в стране и получающие капитал от иностранных инвесторов, не подвергаются у себя местному налогообложению. Такого освобождения в настоящее время не существует в Чешской республике, Нидерландах, Норвегии и Швеции. В ряде стран – Австрии, Бельгии, Эстонии, Франции, Италии, Польше, Румынии, Словакии и Испании – недостаточно удовлетворительна налоговая прозрачность для отечественных и иностранных инвесторов. Наконец, в некоторых странах – Чешской республике, Дании, Эстонии, Германии, Португалии, Румынии, Словакии и Испании – венчурные капиталисты сталкиваются с проблемой налога на добавленную стоимость (VAT), начисляемого на их вознаграждение за управление или премиальные<sup>70</sup>.

### (в) Макроэкономическая стабильность

Получив возможность инвестировать в венчурный капитал, институциональные инвесторы вовсе не автоматически производят такие размещения. На уровне страны, правовое окружение – особенно защита прав собственности и макроэкономическая стабильность – играет главную роль, особенно если речь идет о развивающихся рынках<sup>71</sup>. Хотя этот аспект мобилизации капитала обычно учитывается «по умолчанию» при формировании политических инициатив, нацеленных на сферу венчурного инвестирования, он остается исключительно важным в контексте развивающихся экономик региона ЕЭК ООН. Вхождение в состав Евросоюза явилось мощным фактором гармонизации и стабилизации для многих из этих госу-

---

<sup>70</sup> EVCA (2006).

<sup>71</sup> Almeida Capital (2005), Groh, Liechtenstein and Canella (2007).

дарств, однако эти проблемы все еще стоят на повестке дня для не вошедших в Евросоюз стран.

### (г) Рыночные факторы

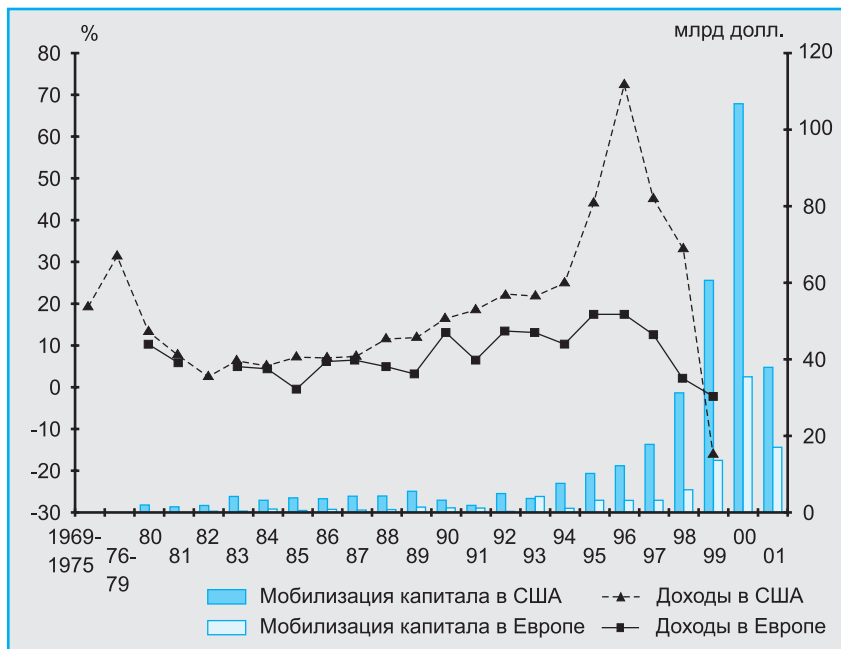
Даже если регуляторные, налоговые и макроэкономические условия благоприятны для мобилизации венчурного капитала, институциональным инвесторам требуются рыночные доказательства того, что фонды венчурного капитала могут достигнуть доходов, сопоставимых с присущими им рисками. Поэтому институциональные инвесторы обращают внимание на активность в сферах прямых инвестиций и выходов<sup>72</sup>, а также на качество местных генеральных партнеров и ожидаемых потоков инвестиционных возможностей<sup>73</sup>. В частности, результаты прошлой деятельности фонда и его репутация являются основными двигателями процесса мобилизации капитала<sup>74</sup>. Этот факт затрудняет сбор средств фондам, которые относительно новы или не имеют удовлетворительных записей о своей предыдущей деятельности.

На рисунке 9 представлены доказательства существования связи между доходами от венчурных инвестиций и мобилизацией капитала в США и Европе в 1980–2001 годах. В обоих регионах наблюдалась слаженная однонаправленная динамика доходов и мобилизации капитала, начиная с начала 1980-х и далее, с отставанием мобилизации капитала примерно на 4 года. Это приблизительно тот самый отрезок времени, по прошествии которого появляются индикаторы величины доходов, которые должны быть получены фондами, организованными в отдельные годы ввода капитала (*vintage year*). Например, рекордный объем мобилизованного в 2000 году капитала отражал выдающиеся доходы от капитала, мобилизованного в 1996 году (особенно в США), что частично совпало с подъемом в секторах Интернета и средств связи в конце 1990-х годов.

<sup>72</sup> Almeida Capital (2005).

<sup>73</sup> Groh et al. (2007).

<sup>74</sup> Например, Cumming, Flemming and Suchard (2005), Kaplan and Schoar (2005).



**Рисунок 9: Доходы от венчурного капитала по годам ввода и мобилизация капитала по прошествии времени<sup>75</sup>**

Рисунок позволяет также провести сравнение в историческом аспекте доходов от венчурного капитала разных годов ввода в США и Европе. Интересно, что в то время, как доходы перекрываются почти на всем протяжении 1980-х годов, наблюдается значительное расхождение в пользу США после 1990 года, и особенно после 1993 года, когда начал наращивать темпы последний технологический бум. Ясно, что европейские фонды ВК не смогли увеличить свой капитал на основе этого бума в той же степени, как их американские коллеги, что связано с относительной незрелостью европейской индустрии ВК в 1990-х годах.

Рисунок также дает возможность ознакомиться с важностью регуляторных постановлений для процесса мобилизации венчурного капитала. Когда в США капитал, мобилизованный в период 1976–

<sup>75</sup> Источник: Venture Economics.

1979 годов, достиг рекордной доходности, на 30% превзошедшей запланированную, не наблюдалось ответной волны мобилизации капитала, следующей за этими впечатляющими достижениями. Этот факт отражает жесткость окружения, в котором происходила мобилизация капитала в начале 1980-х годов, когда были приведены в исполнение регуляторные ужесточения, касавшиеся размещения институциональных средств в венчурный капитал.

Наконец, поскольку последние доходы от венчурного инвестирования в США остаются на относительно низком уровне – что можно отнести на счет неэффективности сочетания больших объемов средств с небольшим числом заключаемых сделок – ожидается, что институциональные инвесторы могут уменьшить объемы своих размещений в венчурный капитал<sup>76</sup>. Это подкрепляет вывод о чувствительности процесса мобилизации капитала к уровню доходов от венчурного инвестирования.

## *2. Инвестирование*

В целом, существует несколько факторов, обеспечивающих гладкое протекание инвестиционного этапа цикла финансирования ранних стадий: (1) наличие инвестиционных возможностей, (2) способность бизнес-ангелов или менеджеров фирм ВК распознать и отобрать эти возможности и (3) способность бизнес-ангелов или менеджеров фирм ВК так структурировать инвестиционные сделки, чтобы интересы предпринимателей и инвесторов совпадали.

### **2.1. Доступность инвестиционных возможностей**

Бизнес-ангелы и фонды ВК не могут быть успешными без активного участия в деле предпринимателей высокого уровня. Мощный поток инвестиционных возможностей обеспечивает эффективную селекцию предприятий с высоким потенциалом. Наличие большого выбора обладающих высоким потенциалом инновационных пред-

---

<sup>76</sup> Venture Wire, May 23, 2007.



приятий для бизнес-ангелов и фондов ВК в свою очередь определяется уровнем развития исследований и разработок (R&D) по стране в целом, привлекательностью профессии предпринимателя и доступностью средств поддержки проектов на самых ранних стадиях формирования будущих венчурных предприятий.

### (а) Уровень развития исследований и разработок

Существует много вариантов развития R&D в разных странах. На рисунке 10 иллюстрируется современное состояние в разных странах в сфере R&D<sup>77</sup>. Видно, что самая высокая по сравнению с Евросоюзом интенсивность ведения R&D отмечается в Израиле и США. К тому же, хотя коэффициент интенсивности равен 1,86% в странах EU25\* в целом, он значительно ниже в странах – новых членах Евросоюза, причем последние проявляют исключительно высокие темпы роста<sup>78</sup>. Среди стран-членов Евросоюза только Швеция и Финляндия имеют интенсивность R&D выше 3%, т.е. они достигли цели, поставленной стратегией «Партнерства в целях экономического роста и создания рабочих мест»<sup>79</sup>. В России уровень интенсивности R&D намного ниже этих значений, и ее можно сравнить с цифрами по странам средиземноморья и странам – новым членам Евросоюза. Однако на сектор бизнеса в России приходится только одна треть от общей суммы трат на R&D, что сильно контрастирует с распределением средств, наблюдаемым в более передовых экономиках.

Европейская «Доска инновационных достижений» подразделяет страны, на основании их Суммарного инновационного индекса и проявляемых тенденций, на пять категорий: инновационные лидеры, инновационные последователи, развивающиеся страны, отстающие страны и быстрорастущие развивающиеся страны. В число

---

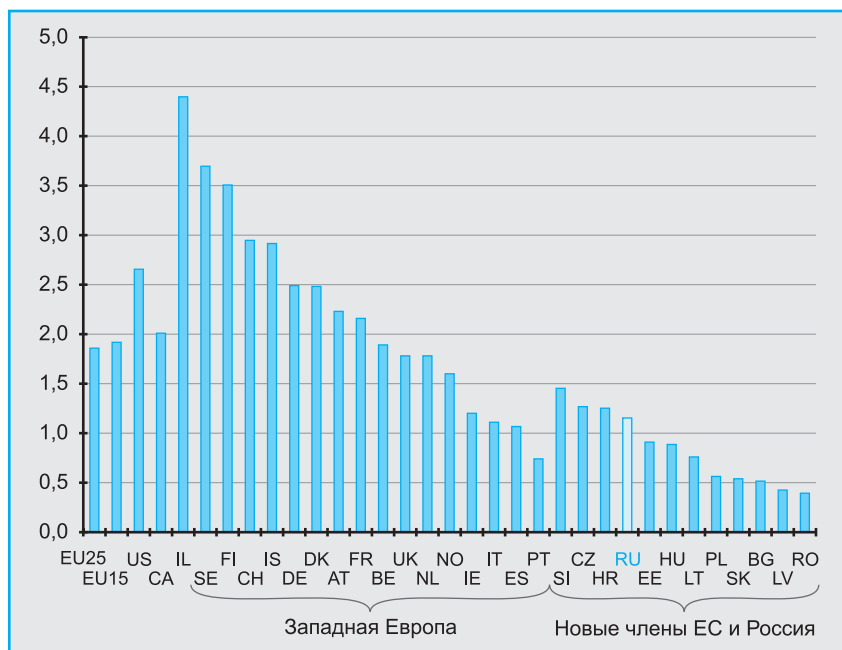
\* 25 стран, входящих в состав Европейского Союза после вхождения в него 10 стран-кандидатов (Эстония, Латвия, Литва, Польша, Чехия, Словакия, Венгрия, Словения, Кипр, Мальта) 1 мая 2004 года. (Прим. пер.).

<sup>77</sup> Расходы на R&D в процентах от ВВП.

<sup>78</sup> Eurostat (2007).

<sup>79</sup> Там же.

инновационных лидеров входят Швеция, Швейцария, Финляндия, Дания, Япония и Германия<sup>80</sup>.



**Рисунок 10: Интенсивность проведения R&D в ряде стран, 2004 г.<sup>81</sup>**

### (б) Предпринимательская активность

Этот аспект доступности инвестиционных возможностей лежит в основе так называемого «европейского парадокса»: несмотря на то что европейские страны производят высококлассные научные продукты мирового уровня, они отстают по своей способности пре-

<sup>80</sup> European Innovation Scoreboard (2006). [http://www.proinno-europe.eu/doc/EIS2006\\_final.pdf](http://www.proinno-europe.eu/doc/EIS2006_final.pdf).

<sup>81</sup> Источник: Eurostat, OECD.

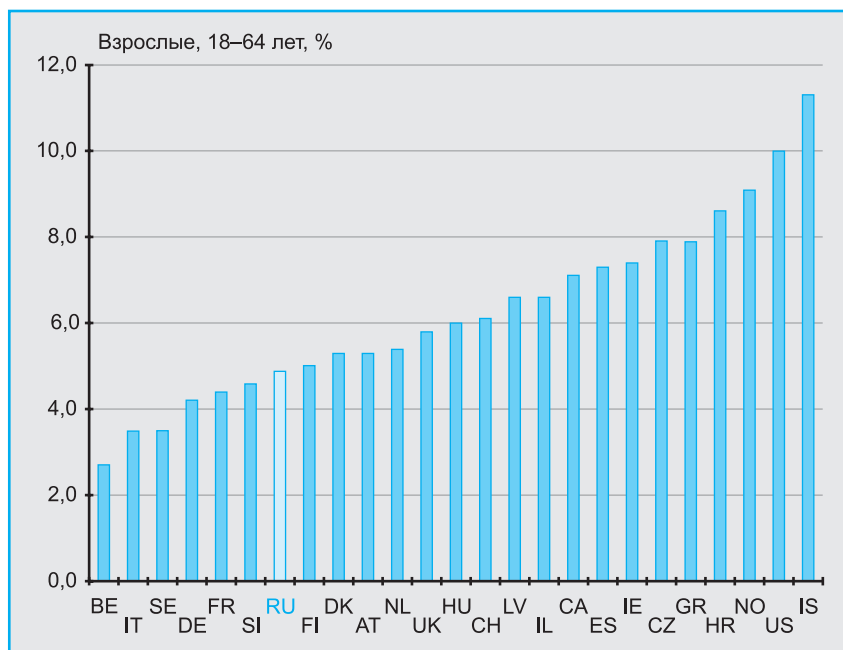
вращать эти достижения в инновации, создающие богатство<sup>82</sup>. Например, как показывает опыт Германии, нехватка предпринимателей высокого класса и недостаток стимулов для предпринимателей играли ключевую роль в неудачах первых фондов ВК в Германии в конце 1970-х – начале 1980-х годов<sup>83</sup>.

О характере предпринимательской деятельности в стране можно судить путем оценки предпринимательской активности на ее ранних стадиях, т.е. по проценту взрослых, которые ввели в действие новые предприятия или находятся в процессе их организации уже некоторое время. На рисунке 11 представлена современная картина суммарной предпринимательской активности ранних стадий по странам, принимающим участие в проекте «Глобальный мониторинг предпринимательства» (GEM). Среди представленных стран предпринимательская активность ранних стадий оказалась наивысшей в Исландии, США, Норвегии и Хорватии, где по крайней мере один из 12 взрослых является активным или начинающим предпринимателем. Многие из стран Центральной и Восточной Европы обнаруживают относительно высокие уровни предпринимательской активности. В Западной Европе наивысшие уровни предпринимательской активности зафиксированы в Исландии, Норвегии, Греции, Ирландии и Испании, и относительно низкие – в Бельгии, Италии, Швеции, Германии и Франции. Хотя эти величины варьируются год от года – часто в ответ на политические события или регуляторные постановления – некоторые тенденции развития за последние 6–7 лет являются очевидными. За этот период США и Канада существенно превзошли своих европейских коллег по показателям предпринимательской активности, несмотря на спад в Канаде в 2006 году. В Европе эта активность заметнее всего возросла в

---

<sup>82</sup> По оценке Европейской Комиссии, «Исследовательская и промышленная база Европы страдает от целого ряда слабых мест. Самой большой слабостью представляется, однако, сравнительно ограниченная способность Европы превращать крупные научные открытия и технологические достижения в индустриальный и коммерческий успех». (European Commission, 1994). Эта оценка послужила основным катализатором преобразования инновационной политики в стратегический приоритет ЕК.

<sup>83</sup> Becker and Hellman (2003).



**Рисунок 11: Предпринимательская активность на ранних стадиях в ряде стран, 2006 г.<sup>84</sup>**

Хорватии, России, Франции и Нидерландах, в то время как в Италии и Бельгии произошел значительный ее упадок. В остальных странах эта активность варьировалась в относительно узких пределах.

### (в) Доступность финансирования ранних стадий

Бизнес-ангелы и фирмы ВК действуют на различных, но неразрывно взаимосвязанных этапах непрерывного процесса развития финансируемых ими предприятий. Бизнес-ангелы финансируют менее развитые бизнесы, внося меньшие суммы, тогда как фирмы ВК обычно предоставляют тем же предприятиям более крупные последующие инвестиции. Бизнес-ангелы и фирмы ВК дополняют друг друга, что оказывается очень важным для тех и других:

<sup>84</sup> Источник: Global Entrepreneurship Monitor. Цифры по Австрии и Швейцарии относятся к 2005 году, по Израилю – к 2004 году.

фирмы ВК обеспечивают дальнейшее финансирование предприятиям, уже получившим средства от бизнес-ангелов, в то время как ангелы направляют к фирмам ВК уже подготовленные к получению венчурного финансирования компании<sup>85</sup>. Это предполагает, что эффективное взаимодействие между бизнес-ангелами и венчурными капиталистами, при удовлетворительном уровне работы каждого из этих инвестиционных игроков, является важным связующим звеном в цикле финансирования ранних стадий.

Будучи инвесторами ранних стадий, бизнес-ангелы сталкиваются со значительным уровнем неопределенности в инвестиционных предложениях, и довольно часто отталкивает недостаточная уверенность в управляющей команде и недостаточная разработка концепции бизнеса<sup>86</sup>. Чтобы предприятия соответствовали их инвестиционным критериям, а управляющая команда и концепция бизнеса внушали бы доверие, требуются значительные предварительные усилия по развитию продукта, изучению рынка и укомплектованию управляющей команды, и все это финансируется различными видами предпосевного и посевного капитала. В этой связи нахождение бизнес-ангельского финансирования и вслед за ним – венчурного капитала зависит от того, существуют ли прочные условия обеспечения перспективных компаний / проектов жизненно необходимым для них посевным финансированием. Поэтому успешное развитие и поддержка индустрии финансирования ранних стадий значительно зависят от наличия благоприятного окружения, в котором можно найти поставщиков посевного финансирования. Возможно, самыми известными в этом плане являются бизнес-инкубаторы, а в случае бизнеса, основанного на научных достижениях, – гранты различных государственных или частных организаций на проведение технико-экономического обоснования проекта или коммерциализацию продукта.

---

<sup>85</sup> Harrison and Mason (2000).

<sup>86</sup> Mason and Harrison (2002).

## 2.2. Отбор инвестиционных возможностей

Процесс селекции инвестиционных возможностей бизнес-ангелами и фирмами ВК состоит из многих стадий, куда входит первичное просеивание сделок, детальная оценка и процесс тщательного изучения (due diligence). Бизнес-ангелы часто проводят тщательное изучение сами или с помощью сетей бизнес-ангелов. На всех стадиях опыт и рабочие связи инвесторов очень важны для эффективной селекции объектов для инвестиций. Многие детали этого процесса зависят от наличия эффективной системы поддержки (юристы по вопросам интеллектуальной собственности, фирмы, специализирующиеся по процедуре тщательного изучения и исследованиям рынка, фирмы по найму управленческого звена с опытом работы в новых предприятиях, бухгалтеры и т.д.), которая обеспечивала бы и отбор сделок, и процедуру тщательного изучения. В этой связи месторасположение инвесторов оказывает большое влияние на их способность лично рассматривать и отбирать инвестиционные возможности. И в отношении ангелов, и в случае венчурных капиталистов возможность лично рассмотреть потенциальные инвестиционные возможности играет важную роль в первичном привлечении внимания инвесторов. По этой причине даже крупные фонды, которые можно было бы рекомендовать для масштабных сделок, предпочитают работать с региональными / местными бизнес-ангелами, чтобы быть уверенными в качестве потока сделок.

Из-за своей сфокусированности на различных стадиях развития, а также по причине различных форм своих организаций, бизнес-ангелы и венчурные капиталисты обращают внимание на разные аспекты предприятий, добивающихся их финансирования. Бизнес-ангелы особенно внимательно изучают качество управляющей команды, ожидая получить благоприятное личное впечатление и доказательства, что этим людям можно доверять руководство предприятием, возможно – перед лицом неприятностей, в то время как венчурные капиталисты озабочены в первую очередь рыночными рисками, стоящими перед предприятием, такими как потенциальный размер рынка, прибыльность и давление со стороны конкурентов.

тов<sup>87</sup>. Поскольку у бизнес-ангелов существуют также побуждения к инвестированию неэкономического характера, они более серьезно подходят к своему участию в бизнесе после осуществления инвестиции и, таким образом, – к возможности для себя внести вклад в развитие предприятия<sup>88</sup>. По этой причине бизнес-ангелы имеют тенденцию отводить кандидатуры предприятий, которые базируются в незнакомых для них отраслях или располагаются далеко от их места жительства.

Всевозрастающее количество ангельских инвестиций осуществляется посредством сетей бизнес-ангелов (BANs)<sup>89</sup>. Такие сети действуют как на местном, так и на национальном уровнях и обеспечивают существенную информацию и финансовую помощь индивидуальным ангелам, предоставляя им подход к большему числу сделок и помогая им участвовать в синдицированных сделках. Все в большей степени сети ангелов концентрируются вокруг интересов инвесторов в отдельных секторах и, таким образом, приобретают возможность комбинировать и усиливать компетенции индивидуальных инвесторов. BANs обычно занимаются предоставлением услуг по организации встреч инвесторов с соискателями инвестиций, иногда даже бесплатных (путем организации разного рода совместных мероприятий или инвестиционных форумов), но некоторые сети делают это за деньги. К тому же BANs могут организовывать занятия по обучению написанию бизнес-планов для предпринимателей, чтобы помочь им в представлении своих компаний потенциальным инвесторам. Сети все чаще организуют тренинги для своих инвесторов и предпринимателей, оказывают поддержку в объединении своих инвесторов, организуют связи с другими коммерсантами для создания возможностей софинансирования и организации фондов софинансирования.

В венчурном инвестировании опыт и знания венчурных капиталистов играют существенную роль в их способности выявлять хоро-

---

<sup>87</sup> Fiet (1995).

<sup>88</sup> Van Osnabrugge (2000).

<sup>89</sup> Hellman and Puri (2002).

шие инвестиционные возможности<sup>90</sup>. При отсутствии информации об истории предприятий, если речь идет о молодой развивающейся отрасли, положительное инвестиционное заключение в значительной степени базируется на том, насколько свободно ориентируется венчурный капиталист в сферах науки и технологий и насколько хорошо он разбирается в особенностях предприятий ранних стадий<sup>91</sup>. Особенно ценными являются относящиеся к данной отрасли навыки и рабочие связи, позволяющие эффективно оценивать сделки и проводить процедуру тщательного изучения. Такой опыт способствует укреплению связей между венчурными капиталистами и местной научно-исследовательской базой (университетами, научно-исследовательскими институтами), что не только обеспечивает своевременное поступление ценной информации, но также облегчает эффективную процедуру тщательного изучения. Можно привести хороший пример из опыта Силиконовой Долины, где современный комплекс взаимосвязанных социальных структур начинался когда-то с нескольких интенсивно «размножающихся» компаний, которые породили широко разветвленное «дерево», ветви которого простираются не только в область предприятий, но и в сторону венчурного капитала. На самом деле, некоторые из основателей ныне самых известных фирм ВК являются бывшими предпринимателями из некоторых предприятий-флагманов Силиконовой Долины или ранними пионерами индустрии ВК<sup>92</sup>. Возникновение фондов ВК вокруг инновационных кластеров недавно наблюдалось в Европе, и такое развитие имеет тенденцию к продолжению.

---

<sup>90</sup> См: Dimov and Shepherd (2005); Dimov, Shepherd and Sutcliffe (2007).

<sup>91</sup> Исследование Туквова (2004) венчурных фирм Германии выявило, что венчурные фонды, спонсируемые банками или общественные, в которых не хватает основных знаний по финансированию ранних стадий, стремятся фокусировать свою деятельность на поздних стадиях и принимают на себя менее активную роль в управлении своими инвестициями.

<sup>92</sup> Например, Eugene Kleiner из компании Kleiner, Perkins, Caulfield and Byers был одним из сооснователей Fairchild Semiconductor (выдающаяся «компания-родоначальник» Силиконовой Долины); Tom Perkins пришел из Hewlett Packard. Другие основатели имели свои корни в классе George Doriot Гарвардской Школы бизнеса.



Множество фактов говорят в пользу того, что в фирмах ВК США есть все условия для карьерного роста людей с предпринимательским, научным или инженерным опытом работы. В отличие от этого, в Европе венчурные капиталисты чаще всего имеют опыт финансовой работы – в инвестиционных и коммерческих банках, бухгалтерских фирмах. Есть такое наблюдение, что если управляющая команда ВК состоит в основном из людей с финансовой предысторией, то она будет избегать инвестиций ранних стадий и в основном заниматься инвестициями поздних стадий<sup>93</sup>. Подобные различия в опыте и навыках могут, предположительно, частично объяснять отличающиеся картины распределения инвестиций в США и Европе: большее развитие венчурного капитала и инвестирования ранних стадий в США и больший сдвиг в сторону выкупов и инвестирования поздних стадий в Европе.

### 2.3. Заключение договоров акционеров

Важность заключения договоров акционеров состоит в обеспечении согласованности интересов инвесторов и получивших от них финансирование предпринимателей, а также в фиксировании надлежащих стимулов для развития предпринимателями своих предприятий. Для бизнес-ангелов, в частности, невозможность обсудить благоприятную структуру сделки – например, методы оценки предприятия и структуру участия в акционерном капитале – создает главное препятствие для инвестиции<sup>94</sup>. Недостаток знаний о типах ценных бумаг или методах оценки, как и неумение использовать отдельные формы ценных бумаг или контрактов в некоторых правовых ситуациях, приводят к обострению этой проблемы.

В венчурном инвестировании конвертируемые привилегированные акции играют важную роль, сближая интересы инвесторов и управляющих<sup>95</sup>. В частности, конвертируемые привилегированные акции сближают интересы венчурных капиталистов и предпринимателей, а также обеспечивают для управляющих мощные стимулы, которые

<sup>93</sup> Dimov, Shepherd and Sutcliffe (2007).

<sup>94</sup> Mason and Harrison (2002a).

<sup>95</sup> См.: Cassamata (2003); Sahlman (1990).

реализуются путем применения определенных налоговых мер по отношению к акциям и путем компенсаций, предусмотренных опционами на покупку акций<sup>96</sup>. В США этот вид ценных бумаг составляет почти 95% всего количества ценных бумаг, используемых в сделках с участием венчурного капитала<sup>97</sup>. Они не столь популярны за пределами США, где большее значение имеют традиционный акционерный капитал и даже обычное долговое финансирование<sup>98</sup>. Причина этому коренится в правовых режимах этих стран – нормах права и вытекающей отсюда возможности претворять в жизнь записанное в контракте, а также в налоговых системах. Отсутствие похожих налоговых правил в других странах может объяснять меньшее использование в них конвертируемых привилегированных акций<sup>99</sup>.

### *3. Управление / Создание добавленной стоимости*

Конечно, существование бизнес-ангелов или фирм ВК само по себе не означает, что они могут привнести добавленную стоимость в предприятие. Однако в предприятие, профинансированное активным ангелом (в противоположность пассивному, невовлеченному) с обширным опытом в индустрии ВК, вносится большая добавленная стоимость, поскольку ангел устанавливает хорошие рабочие взаимоотношения с предпринимателем. Это усиливается тем фактом, что ангелы тщательно отбирают людей, которым они дают капитал, с учетом предстоящих тесных рабочих взаимодействий. Активные ангелы могут предложить свое ценнейшее понимание сути всех сложностей данного сектора индустрии и могут быть полезны, знакомя предпринимателя с такими важными участниками бизнеса, как заказчики и поставщики. К тому же, предпринимательство на ранних стадиях – это малолюдный, требующий полной самоотдачи процесс, и здесь ангелы могут предложить серьезную моральную поддержку предпринимателю, сталкивающемуся с трудностями и иногда напряженными личными отношениями. Так же как и фирмы

---

<sup>96</sup> Gilson and Schizler (2003).

<sup>97</sup> Kaplan and Stromberg (2003).

<sup>98</sup> Cumming (2005); Lerner and Schoar (2004).

<sup>99</sup> Cumming (2005).

ВК, бизнес-ангелы занимаются упрочением своего доброго имени, которое может придать им вес в последующем привлечении высококачественных сделок и при формировании легитимности новых предприятий в рыночном пространстве<sup>100</sup>.

Есть и негативные моменты, когда несколько ангелов финансируют одно предприятие – вероятность возникновения среди них конфликтов высока, поскольку могут появиться расхождения по отдельным решениям или стратегическим направлениям. К тому же предпринимателям часто бывает трудно устраивать встречи и общаться с большим числом ангелов, что ведет к срыву планов и возникновению разного рода противоречий. В большинстве случаев синдикатом ангелов выбирается главный бизнес-ангел, который и общается с предпринимателем.

В фирмах ВК возможность принимать участие в выполнении вышеупомянутых функций управления, мониторинга, структурирования инвестиций и набора персонала зависит от навыков и опыта менеджеров фирмы. Есть сведения о том, что если менеджерам не хватает надлежащего опыта, то снижается их возможность к созданию добавленной стоимости<sup>101</sup>. Многие из навыков, знаний и рабочих контактов венчурных капиталистов сформировались еще в период их «довенчурной» работы<sup>102</sup>. Остальные они получают, когда учатся делать венчурные инвестиции. Продолжительное инвестирование в пределах одного сектора помогает венчурному капиталисту изучить этот сектор и научиться управлять существующей внутри него информационно-асимметрией, а также оказывать ценную помощь

---

<sup>100</sup> Например, компания Google на ранней стадии своего развития получила инвестицию на сумму 100 тыс. долл. от Andy Bechtolsheim, одного из основателей Sun Microsystems. В целом Google собрал почти 1 млн долл. от семьи, друзей и знакомых (<http://www.google.com/intl/en/corporate/history.html>).

<sup>101</sup> Туквова (2004) предоставляет свидетельство того, что в Германии деятельность фирм ВК, спонсируемых банками и государством, производит меньший эффект добавления стоимости.

<sup>102</sup> Dimov and Shepherd (2005) показывают, что рабочая предыстория менеджеров фирмы ВК оказывает большое влияние на производительность инвестиционного портфеля этой фирмы.

предпринимателю<sup>103</sup>. Такой процесс обучения принимает форму замкнутого цикла: эффективное обучение зависит от обширной инвестиционной активности; эта активность зависит от способности фирмы ВК организовывать новые фонды; эта способность зависит от эффективности предыдущих инвестиций фирмы, которая в свою очередь зависит от знаний и навыков менеджеров фирмы ВК. По этой причине процесс обучения и накопления опыта идет довольно медленно. И, наконец, перемещения менеджеров между разными фирмами и странами является важным фактором распространения знаний о венчурном инвестировании.

В результате навыки осуществления инвестиций и привнесения в компанию добавленной стоимости неравномерно распределяются между фирмами ВК. На самом деле, венчурные капиталисты значительно различаются между собой по своей вовлеченности в деятельность финансируемых ими предприятий<sup>104</sup>. Пожалуй, главной аттестацией важности навыков и опыта венчурных капиталистов является именно асимметричность доходов фондов ВК. В контексте венчурного капитала разница (spread) между верхним квартилем и медианным значением доходов фонда особенно велика – примерно в 15 процентных точках, значительно превосходя разницу в 8 точек в случае фондов выкупов и разницу меньше чем в 5 точек для взаимных фондов<sup>105</sup>. К тому же, устойчивое постоянство высоких доходов фонда ВК намного выше в тех фондах, где отмечается более высокий уровень компетенции и репутации венчурных капиталистов<sup>106</sup>. Эти характеристики не только привлекают лучших предпринимате-

---

<sup>103</sup> Amit, Brander and Zott (1998) разрабатывают и тестируют формальные параметры роли индустриальной специализации. DeClercq and Dimov (2007) и Dimov and DeClercq (2006) показывают позитивную роль индустриальной специализации в управлении доходами и убытками инвестиционного портфеля.

<sup>104</sup> Например, Pеггу подразделяет венчурных капиталистов на «инвесторов», «консультантов» и «партнеров».

<sup>105</sup> Эти цифры базируются на данных по США за период 1981–2005 гг. Источник: Cambridge Associates and Venture Economics; по сообщению Little Hawk Capital Management ([www.littlehawkcapital.com](http://www.littlehawkcapital.com)).

<sup>106</sup> Rouvinez (2006).

лей<sup>107</sup>, но также дают этим предпринимателям большие шансы добиться успеха инвестиции и найти наиболее привлекательные пути выхода.

Привлечение венчурных капиталистов высокого класса являлось главной проблемой на ранних этапах развития индустрии ВК<sup>108</sup> и, возможно, остается таковой за пределами США<sup>109</sup>. До сих пор мало исследованный аспект задачи привлечения венчурных капиталистов связан с карьерными путями, ведущими в индустрию ВК. Очень интересные различия в этом отношении наблюдаются между Европой и США. В то время как в США многие генеральные партнеры являются бывшими предпринимателями, испытывающими нехватку наличных денег, или бывшими директорами в промышленных компаниях, в Европе самый гладкий карьерный путь идет из связанных с финансами отраслей (инвестиционные банки, коммерческие банки, аудит, бухгалтерское дело и т.д.).

#### 4. Выходы

Основным смыслом прямого инвестирования в частные незарегистрированные на фондовой бирже компании является потенциальная возможность для инвесторов продать свою долю акций в будущем по цене, которая щедро вознаградит инвесторов за принятый на себя риск. Хотя имеется много различных способов продажи долей участия в капитале – IPO, поглощение, вторичная продажа, обратный выкуп или списание, но наиболее прибыльными путями являются IPO и поглощения. В связи с этим наличие активной фондовой биржи, открытой для пуска в обращение новых ценных бумаг, очень важно для нормального функционирования индустрии прямого инвестирования ранних стадий: как инвестиции бизнес-ангелов, так и

---

<sup>107</sup> Hsu (2004).

<sup>108</sup> Fenn, Liang and Prowse (1995) обсуждают это в качестве одной из главных проблем, связанных с программой SBIC.

<sup>109</sup> Последний обзор канадских фирм ВК выявил, что самой значительной проблемой является дефицит навыков, имеющих отношение к инвестированию в предприятия на ранних стадиях развития и управлению ими (MacDonalds and Associates, 2005).

венчурные инвестиции по своей природе неизбежно влекут за собой последующее извлечение денежной выгоды из прав держателей контрольного пакета акций – процесс, содействие которому оказывают фондовые биржи<sup>110</sup>.

Чтобы оценить по достоинству всю важность выходов, дающих высокую доходность, нужно учесть, что значительная часть прямых инвестиций, осуществленных конкретными инвесторами, полностью или частично превращается в убытки: хотя оценки в разных случаях варьируются, в целом они показывают, что в графу убытков записывается около половины суммы инвестиций бизнес-ангелов<sup>111</sup> и от одной трети до половины объема инвестиций венчурного капитала, причем больше всего «страдает» капитал, внесенный на ранних стадиях<sup>112</sup>. Если к такому отрицательному результату придет одна из портфельных инвестиций, то высокая прибыль одной или нескольких инвестиций из того же портфеля может поднять прибыльность данного инвестиционного портфеля в целом. Наиболее известным и чаще всего цитируемым примером этого является инвестиция первой фирмы BK American Research and Development Corporation (ARD) в корпорацию Digital Equipment Corporation. ARD инвестировала в 1957 году 70 тыс. долл. и продала свою долю в 1971 году с прибылью на сумму 355 млн долл., подняв при этом 25-летний доход всего портфеля ARD с 7,4% до 14,7%<sup>113</sup>.

#### 4.1. Значение фондовых бирж для индустрии прямого инвестирования

В историческом аспекте фондовые биржи, обеспечивавшие столь необходимую ликвидность для венчурных инвесторов на ключевых этапах развития индустрии ВК, служили главной опорой развития

---

<sup>110</sup> Black and Gilson (1998).

<sup>111</sup> См.: Mason and Harrison (2002b) для знакомства с более подробным обсуждением.

<sup>112</sup> См.: Sahlman (1990) и Murray (1999).

<sup>113</sup> Hsu and Kenney (2005).

этой индустрии в США<sup>114</sup> и Израиле<sup>115</sup>. В частности, повышенный интерес рынка NASDAQ к финансированию инновационных компаний сделал его предметом зависти неамериканских политиков. Однако, как показывает опыт Израиля, не обязательно только отечественные биржи играют важную роль в развитии местной индустрии ВК. В 1990-х годах многие израильские фирмы ВК имели доступ на рынок NASDAQ в США, что значительно ускорило развитие индустрии ВК в Израиле, благодаря получению этими фирмами возможности для осуществления впечатляющих выходов из некоторых своих ранних венчурных инвестиций<sup>116</sup>. Значение фондовой биржи в первую очередь определяется ее доступностью, а потом уже ее месторасположением.

Также всеми признан тот факт, что активно работающие фондовые биржи, как и биржи, нацеленные на малые инновационные компании, оказывают существенное положительное влияние на масштабы деятельности в сфере венчурного инвестирования ранних стадий<sup>117</sup> и по существу влияют на возможности для инновационных компаний успешно переходить от бизнес-ангельского финансирования к венчурному капиталу. Помимо предоставления привлекательных путей выхода для бизнес-ангелов и венчурных инвесторов, условия фондовой биржи предъявляют высокие требования к точности предоставления финансовых данных. Это делает возможным производить объективные сравнения между компаниями и секторами с целью определения отстающих. Таким образом, фондовый рынок работает как катализатор развития индустрии ВК и предоставляет возможность использовать общепринятые методы оценок для стандартизированного сравнения эффективности деятельности.

---

<sup>114</sup> Fenn, Liang and Prowse (1995) утверждают, что «горячий» рынок конца 1960-х годов, где было много новых выпусков, лежал в основе успеха первых LLPs.

<sup>115</sup> Avnimelech and Teubal (2004).

<sup>116</sup> Там же.

<sup>117</sup> Da Rin, Nicodano and Sembenelli (2006); Jeng and Wells (2000).

## 4.2. Факторы, влияющие на роль фондовых бирж в прямом инвестировании

Способность фондовых бирж служить в качестве активного пути выхода для бизнес-ангелов и венчурных инвесторов зависит от регуляторных постановлений и ликвидности на этих биржах, а также от достаточного наличия новых компаний. Например, в Канаде регуляторные постановления существенно препятствовали развитию вторичного рынка для акций менее развитых компаний из-за строгих требований условного депонирования (escrow), требований к раскрытию информации и ограничений на перепродажу, делая IPO очень дорогой формой выхода и приводя к снижению прибыли канадских фирм ВК<sup>118</sup>. Кроме того, страны отличаются по своей правовой основе контроля над инвесторами, т.е. по своему превалирующему правовому режиму (например, Общее право против Римского права), и по степени правоприменения, что в свою очередь влияет на степень защиты инвесторов и в конечном счете на размеры и динамику фондовых бирж этих стран и наличие источников внешнего финансирования<sup>119</sup>. В качестве другого примера: развитость и преобладание банковской системы (например, в Германии) рассматривались как факторы, сдерживающие развитие индустрии ВК в 1980-х годах<sup>120</sup>.

Ликвидность акций компании очень существенна для выходов из прямых инвестиций, поскольку она позволяет бизнес-ангелам или фирмам ВК продавать свои доли в предприятии, не оказывая сильного влияния на цены акций. Хотя в Европе и предпринималось несколько попыток сделать доступным рынок капитала для перспективных новых или малых компаний (создание рынков AIM, EASDAQ, Neuer Markt, Nouveau Marche), все они страдали от низкой ликвидности. Такая нехватка ликвидности была характерна для фрагментированных фондовых рынков, на которых наблюдались противоречия в регуляторных постановлениях, требованиях по ли-

<sup>118</sup> Cumming (2005); Cumming and MacIntosh (2003).

<sup>119</sup> La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1997); Cummings, Flemming and Schwienbacher (2006).

<sup>120</sup> Pfirmann, Wupperfeld and Lerner (1997).



стингу и отчетности и в системе торгов<sup>121</sup>. Относительно низкая ликвидность и ограниченные возможности листинга на фондовых биржах Европы издавна считаются слабыми сторонами в развитии стабильного европейского рынка ВК. Как было заявлено в последнем отчете, «EVCA считает, что одним из наибольших препятствий к достижению успеха венчурным капиталом является нехватка в Европе, по сравнению с США, рынков капитала для предоставления финансирования малым растущим компаниям»<sup>122</sup>.

Наряду с достижением высокой ликвидности для своих зарегистрированных компаний, фондовым биржам необходим также устойчивый приток новых компаний. Например, одна из первых попыток создать рынок для профинансированных венчурным капиталом компаний в Германии – рынок Geregelter Markt, начавший свою работу в 1987 году, – не оказала влияния на развитие индустрии ВК, находясь в окружении социальной апатии по отношению к предпринимательству; однако когда начал свою деятельность Neuer Markt в более расположенном к предпринимательству окружении, он достиг успеха<sup>123</sup>, не только позволив множеству новых компаний мобилизовать необходимый капитал, но также и предоставив им возможность быстро развиваться<sup>124</sup>.

### 4.3. Современные тенденции на пан-европейском фондовом рынке

Несмотря на неизменную оценку деятельности рынков капитала в Европе как недостаточно эффективную в отношении малых инновационных компаний, недавно произошли позитивные перемены, которые выявили хорошие перспективы к созданию прочной платформы для ускорения дальнейшего развития европейской индустрии венчурного капитала.

---

<sup>121</sup> EVCA (2005a).

<sup>122</sup> EVCA (2005a, p. 2).

<sup>123</sup> Becker and Hellman (2003).

<sup>124</sup> Audretsch and Elston (2006).

Во-первых, в последнее время уровень активности в сфере IPO в Европе начал догонять и перегонять уровень этой деятельности в США<sup>125</sup>, и некоторые из появившихся тенденций и достижений указывают на благоприятные виды на будущее европейской сцены. Европейские фондовые рынки превосходят американские по количеству международных IPO (118 против 28 в 2006 году), что отражает растущую привлекательность европейских рынков капитала<sup>126</sup>. Кроме того, было открыто несколько новых путей доступа к рынкам капитала для малых и средних компаний (SMEs). Рынок альтернативных инвестиций (AIM) в Лондоне доминировал в последние годы на европейской сцене и продолжил оставаться доминирующим в 2006 году (241 IPO, или 37% всех IPO). Alternext – независимая фондовая биржа, созданная фондовой биржей Euronext в 2005 году, предназначенная для SMEs и оперирующая в Париже, Амстердаме и Брюсселе (а скоро и в Лиссабоне), показала высокие результаты – 52 IPO в 2006 году (больше, чем 14 в 2005 году). Биржа Deutsche Borse's Entry Standard, выступившая на сцену в 2005 году в качестве специализированного рынка капитала для SMEs, также продемонстрировала большую результативность – 47 IPO в 2006 году (4 в 2005 году). Итак, на долю этих трех рынков приходится более половины IPO в Европе в 2006 году, и все они являются серьезными соперниками NASDAQ (140 IPO в 2006 году).

Все это свидетельствует в пользу растущих в Европе перспектив для создания путей выхода из инвестиций. Действительно, крупнейшее за последние три года для США и Европы IPO в области биотехнологий завершилось не так давно на Шведской Фондовой Бирже, отразив таким образом ее растущее значение как платформы для биотехнологий<sup>127</sup>.

Во-вторых – и, возможно, это более важно – рынки для SMEs (и больше всех AIM) сместили свой стратегический фокус к пан-

---

<sup>125</sup> В 2006 году в Европе состоялось 653 IPO, собравших 65,4 млрд евро, против 217 IPO, собравших 36,1 млрд евро в США (PriceWaterhouseCoopers, 2007).

<sup>126</sup> PriceWaterhouseCoopers (2007).

<sup>127</sup> Addex Pharmaceuticals SA, профинансированный несколькими прямыми и венчурными инвесторами, организовал 22 мая 2007 года фонд размером 137 млн швейцарских франков. (Venture Wire, May 22, 2007).

европейской активности, намереваясь расширить свою базу инвесторов и достичь более высокой ликвидности акций. С этой целью в 2006 году процесс мобилизации капитала в Европе приобрел поистине пан-европейские масштабы, когда компании из 16 стран занимались поисками капитала на европейских фондовых биржах<sup>128</sup>. В сочетании с возросшей мобильностью капитала и ростом интереса предпринимателей эти изменения должны оказать положительное воздействие на развитие индустрии ВК во всех европейских странах. Особое значение этот процесс приобретает для стран – новых членов Евросоюза, где национальные фондовые биржи все еще недостаточно развиты.

В-третьих, недавняя покупка биржей NASDAQ скандинавского биржевого оператора OMX, который обслуживает биржи Швеции, Дании, Финляндии, Исландии и стран Балтийского региона, идет в русле процесса глобализации фондовых бирж и, вероятно, даст надежную точку опоры в Европе не только для NASDAQ, но также обеспечит европейским фирмам ВК новый путь для осуществления выходов.

Наконец, имеет место оживленная политическая дискуссия и идут исследования проблемы фрагментированных рынков капитала роста, а также желательности и осуществимости идеи создания единой пан-европейской биржи для быстрорастущих компаний<sup>129</sup>.

#### 4.4. Выходы путем поглощений

Поглощения (прямые продажи) – хотя, в среднем, и менее прибыльные, и менее заметные – являются более частой формой выхода как для бизнес-ангелов, так и для фирм ВК. Имеются побудительные мотивы и перспективы новых возможностей, которыми можно объяснить, зачем существующие компании приобретают новые, инновационные, менее упрочившиеся компании, близкие к ним по профилю деятельности.

---

<sup>128</sup> Там же.

<sup>129</sup> ЕС (2005).

Для упрочившихся компаний поглощение является важным стратегическим приемом с целью усиления своей конкурентоспособности и стратегического обновления. В динамичной предпринимательской среде, в которой часто возникают новые компании, овладевающие бизнес-моделями уже упрочившихся компаний или разрушающие эти модели, поглощение позволяет укоренившимся и обладающим финансовым опытом фирмам прервать движение к своей возможной «кончине» путем построения конкурентной позиции в «новом экономическом порядке». Новые компании могут также указать уже существующим компаниям подходы к достижению новых возможностей, которые потенциально могли бы стать основными источниками доходов. Поскольку существующим компаниям обычно трудно развить радикальные инновации в своей среде, поглощения являются для них важным разумным механизмом, позволяющим вовремя увидеть и отреагировать на возникающие технологические и социо-экономические тенденции. Другими словами, не только прямое инвестирование инновационных предприятий нуждается для своего поддержания в поглощениях, но также интенсивность деятельности в сфере поглощений зависит от наличия и роста инновационных предприятий.

Практические возможности для поглощений в свою очередь зависят от способности существующей компании находить перспективные объекты поглощения, а также финансировать реальное поглощение. Финансирование может найти поддержку со стороны активно действующего интернационально-ориентированного инвестиционного банковского и консалтингового сообщества, для которого сделки поглощения являются основным источником гонораров за консультации. Кроме того, активные фондовые биржи, особенно те, которые в большей степени настроены на нужды новых инновационных быстрорастущих предприятий, создают условия для поглощений, поддерживая развитие нового поколения предприятий, которые, со своей стороны, представляют постоянную угрозу для конкурентного положения упрочившихся компаний. Возможности для финансирования поглощений зависят от существования активных фондовых бирж, на которых существующие компании могут собирать дополнительный капитал. Наличие хорошо развитых рынков ценных бу-

маг или проектного кредитования со стороны коммерческих банков также способствуют финансированию поглощений.

## 5. Резюме

Приведенный обзор «ландшафта» прямого инвестирования в компании на ранних стадиях их развития обнаруживает важные потенциальные различия между разными странами.

1. Масштабы и интенсивность деятельности бизнес-ангелов, при достаточном количестве потенциальных сделок, подвержены влиянию со стороны налогового и экономического окружения в стране. Поэтому важно, чтобы отдельные страны выявили и смягчили обнаруженные у себя препятствия для бизнес-ангельского инвестирования, в том числе и в контексте международного инвестирования.
2. Несмотря на то что многие из препятствий регуляторного характера были убраны, что предоставило институциональным инвесторам «свободу» вносить свои средства в фонды ВК, на практике эта возможность ограничена желанием фондов иметь надежные перспективы получения прибыли. Так что там, где такие источники средств еще не доступны, индустрии ВК необходимо получить возможность создавать прибыль и набираться опыта. Более серьезные обязательства со стороны институциональных инвесторов могут появиться только на последующих стадиях.
3. Есть много различий и в отношении к предпринимательству, и в предпочтениях относительно финансирования ранних стадий, поддержки инновационных компаний и неформальных инвесторов. Все это вместе способствует созданию большого количества высококачественных частных молодых предприятий и вслед за этим – повышению спроса на бизнес-ангельские и венчурные инвестиции. Эти факторы также взаимодействуют с другими аспектами национальной экономической политики, такими как трудовое законодательство и налогообложение. Несмотря на на-

чальные трудности, волна успешного предпринимательства, вероятно, окажет иницилирующее и стимулирующее воздействие на предпринимателей, поскольку вдохновляет их на ведение переговоров с инвесторами, порождает новые стремления, стимулирует инвестиции и создает новый поток благоприятных возможностей.

4. Чтобы управление инвестициями ранних стадий вело к созданию добавленной стоимости, необходимы навыки ведения бизнеса, которые проявляются в процессе практической работы. Однако требуется продолжительное время, чтобы появляющийся в результате обучающий эффект материализовался. Усвоение накопленного опыта затрудняется тем, что во многих странах венчурные инвестиции рассматриваются как продукт финансовых и инвестиционных служб, и поэтому большее внимание уделяется навыкам управления капиталом и рисками, а меньшее – опыту в построении бизнеса. Мобильность венчурных капиталистов, взаимодействие с опытными фирмами ВК и набор опытных управляющих из различных секторов являются действенными способами ускорить процесс повышения уровня мастерства в индустрии ВК.
5. Европейская индустрия ВК сегодня имеет дело с определенной фрагментацией рынков в соответствии с государственными границами, в результате чего международные венчурные инвестиции сдерживаются существующими различиями в национальных особенностях подхода к венчурному капиталу. В связи с этим возможности фондов ВК к инвестированию в инновационные SMEs не используются полностью.
6. Исторически биржа NASDAQ в США предоставляла самые эффективные пути выхода из венчурных инвестиций, давая тем самым существенный стимул для развития американской индустрии ВК. Регуляторные ограничения, фрагментация и проблемы, связанные с торговой ликвидностью, не позволяли другим биржам создавать привлекательные рынки капитала для малых инновационных быстрорастущих компаний. Несмотря на этот

пробел в общей картине выходов, последние тенденции к глобализации, консолидации рынков и прекращению жесткого регулирования, наряду с появлением альтернативных рынков в Европе, дают более светлую перспективу для выходов из прямых инвестиций, осуществляемых бизнес-ангелами и фирмами ВК.

7. Тогда как эффективность инфраструктуры прямого инвестирования ранних стадий зависит от наличия достаточного числа инновационных предприятий и доступности благоприятных возможностей для выхода, сами выходы зависят от количества инновационных предприятий и наличия инфраструктуры финансирования ранних стадий. Это подтверждает «круговую» природу инновационного финансирования.

## **V. Обзор политических инициатив, направленных на поддержку прямого инвестирования в инновационные предприятия на ранних стадиях**

### *1. Сводный обзор*

Цикл прямого инвестирования взаимодействует с несколькими главными аспектами институциональной и инновационной среды в стране и по своей природе чувствителен к политическим установкам, влияющим на институциональных инвесторов, рынки капитала, инновации и предпринимательство. Действительно, правительства играли ключевую роль в развитии индустрий ВК – либо косвенно, влияя на условия, которые облегчают и стимулируют цикл прямого инвестирования, либо прямо, обеспечивая капитал и поощрительные стимулы частным компаниям, бизнес-ангелам и фондам венчурного капитала. Они играли главные роли в инициировании или содействии развитию индустрии ВК в США, Соединенном Королевстве, Германии, Дании, Ирландии, Израиле и некоторых других странах.

В этом разделе приводится обзор ряда правительственных инициатив в группе стран, отобранных таким образом, чтобы отразить как преобладающие, так и иные подходы к государственным вмешательствам по этим странам. Оценка каждой из инициатив требует хорошего понимания контекста, в котором она была введена в действие, особенно это касается предыдущих инициатив, а также степени развития каждого из компонентов цикла прямого инвестирования в каждой отдельной стране. Для этой цели исследуемые инициативы сгруппированы по странам и включают в себя как современные инициативы, так и инициативы, введенные перед этим и более не действующие. К тому же, чтобы правильно оценивать развитие формальной и неформальной индустрии ВК в стране в отдельные моменты времени, требуется знание и понимание хода ее



экономического развития и совокупности регуляторных условий в ее специфическом историческом контексте. Там где это возможно, это будет обсуждено.

Также кратко анализируются схемы реализации этих инициатив – их цели, направленность, способы осуществления, полнота и стабильность, что позволяет читателю оценить все разнообразие схем, используемых в настоящее время в разных правительственных программах, а также выделить из их массы специфические рекомендации для отдельных стран.

### 1.1. Цели и направленность

В качестве своей главной задачи правительственные инициативы видят стимулирование экономического развития, инноваций и создания рабочих мест. Их более непосредственными задачами являются: (1) развитие сферы прямого инвестирования для малых и средних предприятий (SMEs), (2) облегчение для SMEs доступа к финансированию (как к прямым инвестициям, так и к долговому финансированию) и (3) совершенствование инноваций и конкурентоспособности страны путем поощрения создания инновационных предприятий и предоставления финансирования ранних стадий и поддерживающих услуг.

Схемы существенно различаются по объектам своего внимания. В то время как большинство программ направлены на поддержку *инновационных* предприятий, к ним могут предъявляться дополнительные условия, касающиеся размера, стадии развития, индустриального сектора, происхождения (например, дочерние компании, или «спиноффы» (spin-offs) в университетах и других государственных научно-исследовательских учреждениях) и географии предприятий-реципиентов.

Специфичность целей и направленности каждой инициативы сильно влияет на ее внедрение и конечную эффективность. В тех пределах, в которых инициативы стремятся стимулировать или поддерживать частное инвестирование, их нацеливание на потенциально широ-

кий и недифференцированный набор компаний может привести к размещению ресурсов в предприятия, которые могут находиться за пределами сектора, региона или стадии развития, входящих в круг интересов частных инвесторов.

## 1.2. Способы осуществления

В рамках правительственных программ ресурсы распределяются либо прямо в целевые предприятия – через находящиеся под государственным управлением инвестиционные фонды или занимающиеся присуждением грантов организации, либо косвенно – через специально отобранных посредников, таких как частные лица (бизнес-ангелы), фонды венчурного капитала (включая фонды посевного капитала), инкубаторы и организации по трансферу технологий. Выбор посредника обычно связан со спецификой направленности программы. Один из видов связи с посредниками базируется на финансировании их создания и предоставлении им первоначального капитала путем ссуд, грантов на развитие бизнеса или акционерного капитала. В некоторых случаях внесение капитала в венчурный фонд требует соответствующего участия частных инвесторов. Другая форма взаимодействий заключается в предоставлении гарантий по займам или акционерному капиталу (по прямым инвестициям в акционерный капитал) частным инвесторам, или в предоставлении налоговых льгот индивидуальным, корпоративным или институциональным инвесторам в случаях инвестиций в оговоренные типы предприятий.

В число основных способов прямых (или подобных им) инвестиций в целевые компании входят следующие:

- Прямое финансирование посредством государственных фондов ВК.
- Прямое финансирование посредством других государственных организаций:

- проведение технико-экономического обоснования проектов и другие виды «посевной» деятельности;
  - инновационные SMEs;
  - соинвестирование с частными инвесторами в инновационные SMEs.
- Предоставление капитала частным фондам ВК.
  - Финансирование инкубаторов или других посредников финансирования ранних стадий.
  - Предоставление гарантий по займам или акционерному капиталу при инвестировании в инновационные SMEs.
  - Предоставление налоговых льгот при инвестировании в частные предприятия или фонды ВК.

В Приложении находится таблица, в которой собраны разные типы программ, оперирующих в каждой из рассмотренных в этом отчете стран.

Между странами и схемами имеется множество различий по суммам предоставляемого общественного финансирования и по величине требуемых частных средств. Интересно отметить, что в программах стран с крупнейшими рынками венчурного финансирования ранних стадий есть тенденция в сторону намного более высоких бюджетов и большей степени софинансирования с частными инвесторами, чем в программах стран с менее развитыми рынками венчурного финансирования ранних стадий.

Основной вопрос, волнующий в связи со способами осуществления каждой программы, – берет ли государство на себя решение о финансировании или поручает его частному рынку. Там, где государство держит в своих руках принятие решения о финансировании, вопрос о принятии решения одной организацией или многими местными организациями является вопросом первостепенной важности

для соблюдения баланса между эффективностью бюрократических решений и эффективностью работы программы.

### 1.3. Полнота и скоординированность программ

Если в стране действует сразу множество программ, то вопрос об их синергетике и взаимодополняемости заслуживает особого внимания. Эффективность комплекса инициатив, действующих в рамках одной страны, зависит от того, правильно ли ими охвачены все стадии цикла прямого инвестирования. Для достижения этого необходимо скоординированно нацеливать политические инициативы на области регулирования, налогообложения, инноваций и финансирования ранних стадий. Если останутся пробелы в бесперебойном по своей сути процессе мобилизации капитала, инвестирования, привнесения добавленной стоимости или выходов, то правительственные программы обречены на неудачу в достижении своей цели построения самоподдерживающейся индустрии финансирования инновационного развития.

Имеются большие различия между странами по полноте и скоординированности различных программ в рамках одной страны, так же как и по чуткости реагирования различных правительств на изменения потребностей рынка финансирования ранних стадий. Кроме того, в некоторых странах (например, США, Соединенном Королевстве, Израиле, Финляндии) организовано непрерывное обучение на опыте работы предыдущих программ, благодаря чему новые программы строятся с учетом недостатков, выявившихся в предшествующих программах. В этой связи эффективность и успех какой-то программы зависят не только от умения ее составителей видеть будущее, но и от их способности учиться на опыте прошлого и последовательно отслеживать и оценивать влияние программы на рынок.

Анализируя опыт отдельных стран, возможно распознать временные, «одноразовые», подходы к тому, как поместить деньги в инновационную систему (в основном путем грантов) – без тщательного рассмотрения или поддержки тех условий, в которых предприятие-

реципиент будет функционировать до и после получения гранта. Напротив, при «*скоординированных*» подходах вводятся серии схем, построенных на опыте предыдущих или служащих дополнением к действующим одновременно схемам, адресуясь при этом к новым составляющим или предоставляя усиленную поддержку для уже имеющихся составляющих. В Европе Соединенное Королевство представляет нам четкий пример скоординированного подхода, в котором усилия по стимулированию бизнес-ангельского инвестирования и поддержке развития предпринимательства в стенах университетов сопровождаются помощью фондам ВК с различной направленностью по стадиям, секторам и регионам. Финляндия, Швеция, Дания, Норвегия, Ирландия и Франция являются примерами стран, где широкомасштабная деятельность государственного венчурного капитала включает в себя оказание поддержки посевному финансированию и инкубаторам.

#### 1.4. Стабильность

Когда национальные программы нацелены на ускорение создания национальных рынков ВК, их успех зависит от способности поддерживать частные источники финансирования и таким образом стимулировать деятельность активных бизнес-ангелов и создавать самоподдерживающиеся фирмы ВК. Экономическая эффективность малых фондов посевного капитала долго подвергалась сомнению, не только потому, что их операционные расходы слишком велики по отношению к их размерам, но также и из-за неспособности обеспечивать последующее финансирование своим компаниям по мере их продвижения к успешному выходу. Кроме того, существует тонкий баланс между размерами фонда и практичностью и целесообразностью осуществления инвестиций на посевной и ранних стадиях развития предприятий<sup>130</sup>. Создание более крупных фондов подвергается риску ориентации их деятельности в сторону финансирования стадии расширения; создание более мелких фондов подвержено риску потери ими стабильности.

---

<sup>130</sup> См.: Dimov and Murray (2007).

Многие программы фондов пытаются решать вопросы размеров и стабильности путем поддержки частного капитала и создания структуры компенсаций, например, установления верхних пределов доходов государственных фондов – так, чтобы все полученное свыше переходило к венчурным капиталистам. Это позволяет фонду обеспечивать последующее финансирование и увеличивает потенциал прибыли венчурного капиталиста от инвестиций ранних стадий. Кроме того, это связывает фонд с институциональными инвесторами, которые могут явиться базисом его будущей деятельности по мобилизации капитала. В программах, где отсутствует такой механизм и фонды полностью состояются из общественных средств, вопрос долгосрочной стабильности стоит особенно остро. Это касается программ инкубаторов и посевного капитала, многие из которых, как показывают свежие данные, до сих пор вынуждены прибегать к новым источникам финансирования.

Другой аспект стабильности касается региональной природы многих программ и спроса/предложения в отношении венчурного капитала. В основном программы финансирования SMEs в странах Европы имеют четкую региональную направленность. Политики сталкиваются с тем, что недостаток венчурного финансирования может сдерживать экономическое развитие района, но государственное обеспечение акционерного финансирования не может разрешить связанные с этим проблемы, например – локального уровня предпринимательского опыта, качества интеллектуальной собственности и роли местных университетов в процессе развития.

## *2. Северная Америка*

### *2.1. Канада*

Канада обладает динамичной предпринимательской культурой, что подтверждается постоянством ее высоких рейтингов при оценке общей предпринимательской активности, как следует из отчета международного проекта «Глобальный мониторинг предпринимательства». Однако имеются и недостатки – канадские рынки капи-

тала характеризуются строгими регуляторными предписаниями, делающими их неприемлемыми для молодых быстрорастущих компаний<sup>131</sup>. В ноябре 2000 года начала свою работу фондовая биржа NASDAQ Canada. Также в 2000 году канадское правительство реорганизовало свои четыре главные фондовые биржи, чтобы поднять их конкурентоспособность. В частности, оно упростило правила и предписания, касающиеся торговли, и снизило затраты для малых участников. В ходе этого процесса возникла Канадская венчурная фондовая биржа (Canadian Venture Exchange, ныне – TSX Venture Exchange), специализирующаяся на «младших» ценных бумагах. Для удовлетворения нужд компаний, находящихся на ранних стадиях своего развития, TSX Venture ввела в действие программу Компаний объединенного капитала (Capital Pool Company, CPC), которая объединяет опытные управляющие команды с малыми компаниями, ищущими капитал, знания и опыт, и таким образом предлагает альтернативу IPO. Эта программа дает возможность людям с обширным опытом в бизнесе и знанием публичных рынков сформировать «компанию объединенного капитала», не имеющую никаких активов, кроме малого количества посевного капитала, и затем зарегистрировать ее на Венчурной бирже Торонто (TSX) для мобилизации дополнительного капитала. После этого CPC ищет для себя возможность инвестировать в растущий бизнес и использует собранные средства для приобретения выбранной компании путем «сделки с оговоренными условиями». Вслед за этим акции CPC продолжают обращаться на бирже по правилам обычного листинга.

В 1980-х годах и начале 1990-х активность венчурного капитала в Канаде была относительно невелика. «Взрыв» деятельности этой индустрии в Канаде произошел между 1996 и 2001 годами одновременно с оживлением на других рынках венчурного капитала, когда было создано более 200 фондов ВК. Одной отличительной особенностью канадской индустрии ВК является ее близость к американской индустрии и, что неизбежно, подверженность ее влиянию. Тогда как в 1996 году менее 5% венчурных инвестиций в Канаде

---

<sup>131</sup> Обзор по Канаде основан на данных Cumming (2007) и обзоре OECD Venture capital policy review: Canada (3003). Приведенные суммы даются в канадских долларах (CAD).

имело иностранное происхождение, в 2001 году эта цифра составила почти 30%<sup>132</sup>. Это предоставило существенную возможность для канадских венчурных капиталистов набраться опыта от своих американских коллег.

Хотя правительство Канады рано начало помогать развитию канадской индустрии ВК, его основные усилия не увенчались особенно большим успехом. Первым механизмом государственной поддержки венчурного капитала явились Корпорации трудового венчурного капитала (Labour Sponsored Venture Capital Corporations, LSVCC)<sup>133</sup> – инвестиционные фонды с субсидированными налогами, устроенные наподобие взаимных фондов и предназначенные для инвестирования в частные компании. Инвестиции в LSVCCs были открыты только для частных лиц, привлеченных возможностью сэкономить в результате налоговых субсидий, предлагаемых правительством. Общими целями LSVCCs были: максимизация занятости, справедливое возмещение акционеру и экономическое развитие. Программа была введена в действие в 1984 году и в течение более 10 лет обеспечивала основную массу активности в сфере ВК. К 2005 году в Канаде насчитывалось 125 управляемых корпорацией LSVCC фондов, составлявших почти половину канадского венчурного капитала, причем их характеризовали низкие доходы и высокие административные расходы. Эта программа обошлась в более чем 3 млрд долл. за период 1992–2002 годов<sup>134</sup> и во многом расценивалась как неуспешная.

Доходы LSVCCs были низкими по ряду причин: (1) разбросанность инвесторов, затрудняющая контроль над работой менеджеров; (2) строгие инвестиционные ограничения, приводящие к инвестированию в худшие по качеству компании; (3) большее число портфельных компаний, приходящихся на одного менеджера, что задерживало процесс приобретения знаний. Кроме того, программа несла существенные косвенные затраты, так как LSVCCs конкурировали с частными фондами ВК и превзошли их в числе, поскольку могли

<sup>132</sup> OECD (2003), Venture capital policy review: Canada.

<sup>133</sup> Cumming (2007).

<sup>134</sup> Cumming and MacIntosh (2004).



инвестировать на более выгодных для компаний условиях благодаря своим налоговым субсидиям. Этот процесс привел к повышению стоимостей сделок и, соответственно, к снижению доходов. В 2004/2005 году в нескольких провинциях Канады начали более пристально наблюдать за деятельностью LSVCCs и стали продумывать вопрос о прекращении налоговых субсидий.

В 2001 году канадская политика переместила свои интересы в сторону стимулирования создания фондов частного венчурного капитала, а также в направлении поддержки институциональных инвесторов. В 2002 году были учреждены три фонда фондов, чтобы стать важной частью инфраструктуры канадских рынков прямого инвестирования. Кроме того, федеральное правительство ввело новые правила организации Партнерств с ограниченной ответственностью с особыми правами (Qualified Limited Partnerships, QLP), чтобы облегчить для них использование освобождения от налогов и привлечение иностранных инвесторов при структурировании своих венчурных инвестиций. По новым правилам, нерезиденты не будут облагаться налогами в Канаде при инвестициях через партнерства, пользующиеся услугами канадских инвестиционных менеджеров.

На уровне отдельных провинций имелось несколько налоговых схем, которые поощряли финансирование молодых предприятий в отдельных регионах. Были созданы налоговые стимулы для отдельных лиц и корпораций, которые покупали доли акционерного капитала в зарегистрированных в этих провинциях фондах ВК. Например, программа прямого инвестирования Британской Колумбии (British Columbia Equity Capital Programme) предоставляет налоговые кредиты местным инвесторам, которые покупают доли акционерного капитала в зарегистрированных Корпорациях венчурного капитала (Venture Capital Corporations, VCCs). Величина налогового кредита составляет для индивидуальных лиц и корпораций 30% от величины инвестиции в VCC, если существуют предельные значения инвестиций и другие ограничения на удержанные суммы. Реальные налоговые стимулы варьируются в зависимости от инвестиционного посредника и региона.

Канадский Банк Развития Бизнеса (Business Development Bank of Canada, BDC) управляет своим подразделением венчурного капитала (BDC Venture Capital), начиная с 1975 года. Он производит инвестиции в пределах от 500 тыс. долл. до 5 млн долл. по всем стадиям развития предприятий, как для частных, так и для зарегистрированных на биржах компаний. BDC принимает участие в заседаниях совета директоров фирмы и обеспечивает поддержку в управлении. На сегодняшний день Банк поддержал более 400 компаний<sup>135</sup>. Имеется еще несколько региональных фондов ВК, поддерживаемых правительствами провинций, и их главными целями являются ускорение технологического развития, повышение конкурентоспособности компаний, вклад в создание рабочих мест и экономический рост. Эти фонды финансируют компании-стартапы, в основном из технологического сектора, с первым раундом финансирования в пределах от 250 тыс. долл. до 2,5 млн долл. Помимо консультаций и мониторинга эти фонды могут обеспечить очень важный кредитный рычаг с помощью банков и других кредитных учреждений.

В 1995 году фокус внимания BDC переместился на обслуживание финансовых нужд малых предприятий путем предоставления заемных средств для финансирования частного сектора. Инициатива BDC по созданию Фондов посевного капитала и коммерциализации (Seed and Commercialization Funds) была направлена на организацию фондов посевного капитала совместно с частными партнерами с целью финансирования стадии развития молодых компаний, развивающих новые технологии по всей Канаде, предшествующей стадии стартап. К 2001 году было создано четыре фонда посевного капитала с суммарным капиталом 112,5 млн долл. На новом витке этой инициативы BDC намеревается инвестировать 100 млн долл. в пять новых независимых венчурных фондов посевного капитала и коммерциализации технологий по всей Канаде. Каждый фонд должен быть размером минимально в 40 млн долл., в том числе 20 млн долл. должны быть внесены BDC. Эти фонды обязаны произвести все свои первоначальные инвестиции в Канаде в коммерциализацию технологий.

<sup>135</sup> Источник: BDC. [http://www.bdc.ca/en/business\\_solutions/venture\\_capital/about\\_us/default.html](http://www.bdc.ca/en/business_solutions/venture_capital/about_us/default.html).

BDC также предлагает ссуды венчурного капитала – гибридный инструмент финансирования, включающий в себя элементы долгового и венчурного финансирования. Эти инструменты созданы специально для фирм, у которых мало или совсем нет активов для обеспечения долга, и которые не хотят «размывать» свою структуру собственности. Выплата займа базируется на комбинации выплаты процентов и доли денежного потока компании.

Что же касается проблемы потока сделок, то канадское правительство предприняло попытки увеличить количество подготовленных к получению инвестиций малых компаний и связать их с потенциальными ангел-инвесторами. В 1995 году был введен в действие Канадский региональный инвестиционный план (Canadian Community Investment Plan, CCIP), являвшийся семилетней программой, нацеленной на создание опыта развития инвестиций в отдельных регионах. Его информация, размещенная в Интернете, помогает предпринимателям поднимать свой уровень знаний относительно структурирования и презентации своих инвестиционных возможностей и заинтересовывать подходящие фирмы с местными, региональными или национальными источниками капитала. Его второй аспект – организация 22 базирующихся в регионах проектов, нацеленных на улучшение доступа к капиталу местных растущих фирм. Каждый проект получает до 600 тыс. канад. долл. за пятилетний период и действует как посредник между местными компаниями и различными источниками рискованного капитала. Успех этих проектов приписывается наличию критической массы ориентированных на рост предпринимателей и частных инвесторов.

## 2.2. США

Развитие американской индустрии ВК не может рассматриваться вне исторического контекста и окружающих регуляторных условий. Один из пионеров индустрии венчурного капитала США Уи-

льям Хамбрехт<sup>136</sup> выделяет три ключевых события, определивших технологическое лидерство США и сделавших наибольший вклад в мощное развитие американской индустрии ВК: иммиграция выдающихся ученых и инженеров из Европы в 1930-е годы, крупные инвестиции в государственные исследования и разработки в ходе II мировой войны и G.I. Bill\*. Появление первой фирмы ВК – American Research and Development (ARD) в 1946 году отразило растущее стремление к коммерциализации технологий, разработанных в государственных исследовательских институтах.

В той же степени решающим для развития индустрии оказалось присутствие активной фондовой биржи, предложившей прибыльный путь выхода из инвестиций для получивших венчурные инвестиции компаний в критический для развития индустрии момент, что в свою очередь подстегнуло дальнейшую мобилизацию капитала и инвестирование. Примечательно, что успех ARD и ее иконическая роль в развитии индустрии ВК в значительной степени ассоциируются с ее инвестицией на сумму 70 тыс. долл. в корпорацию Digital Equipment Corporation в 1957 году, которая генерировала прибыль на сумму 355 млн долл. в 1971 году, подняв при этом 25-летний доход всего портфеля ARD с 7,4% до 14,7%<sup>137</sup>. Фондовый рынок NASDAQ являлся фундаментом всей американской индустрии ВК, являя собой пример отлично функционирующего механизма обеспечения выхода. После его создания в 1971 году он шел впереди всех остальных американских рынков по числу IPO и был самым успешным вторичным рынком среди стран-членов OECD. На пике его деятельности в 1999 году на нем было зарегистрировано около 5000 компаний и его рыночная капитализация составляла более 50% от ВВП<sup>138</sup>.

---

\* The G.I. Bill (официальное название – Закон о реорганизации военнослужащих 1944 года, PL345), обеспечивавший предоставление вернувшимся домой ветеранам II мировой войны ссуд на покупку дома или начало своего бизнеса. (Прим. пер.).

<sup>136</sup> Hambrecht (1984).

<sup>137</sup> Hsu and Kenney.

<sup>138</sup> OECD (2003). Venture capital policy review: United States.

Рынок венчурного капитала США сегодня отражает процесс накопления и распространения знаний, который охватывает более чем полвека и порождает последующие поколения инвестиционных менеджеров. Например, основатели некоторых наиболее выдающихся американских фирм ВК учились на лекциях по венчурному капитализму, которые читал один из создателей ARD Джордж Дорио в Гарвардской школе бизнеса и в самой компании ARD<sup>139</sup>.

В этом контексте впечатляющего развития правительство США играло очень важную роль, обеспечивая стимулирование и поддержку, а также производя необходимые изменения в регуляторных постановлениях, касающихся ключевых моментов развития индустрии ВК. Возможно, порядок следования правительственных инициатив оказался не менее важным, чем сама суть и результаты этих инициатив.

#### (а) Конец 1950-х – Закон о малом бизнесе (Small Business Act)

Движущей силой для правительственных программ, содействующих финансированию новых предприятий, было растущее осознание того факта, что инновационная деятельность в США являлась отстающей<sup>140</sup>. Начиная с середины 1950-х годов с введением в силу Закона о малом бизнесе в 1953 году, внимание американских политиков было направлено на финансовые нужды малых предприятий. Программа Инвестиционных компаний для малого бизнеса (Small Business Investment Company, SBIC), запущенная в 1958 году, была создана для «... стимулирования и пополнения потока капитала прямых инвестиций и долгосрочных финансовых ресурсов,

---

<sup>139</sup> Как это обсуждается у Hsu and Kenney (2005), два бывших питомца школы – Артур Рок и Томас Дэвис – основали один из первых фондов в виде партнерства с ограниченной ответственностью (Davis & Rock) в 1961 году (успешно ликвидированный в 1970 году, превративший инвестицию на 3 млн долл. в доход размером в 100 млн долл.). Томас Дэвис позже основал фонд Mayfield. Артур Рок является одной из легенд Силиконовой Долины, и ему принадлежит авторство термина «венчурный капитал». Уильям Элферс ушел из ARD, чтобы основать Greylock в 1965 году.

<sup>140</sup> Запуск спутника в 1957 году Советским Союзом явился главным событием, подкрепившим это впечатление.

которые необходимы предприятиям малого бизнеса для устойчивого финансирования их текущих операций, роста, расширения и модернизации, и которые недоступны в адекватном количестве»<sup>141</sup>. Это привело к учреждению Инвестиционных компаний для малого бизнеса, призванных увеличивать доступность средств для новых предприятий.

SBICs являлись частными корпорациями, имевшими специальную лицензию на предоставление капитала высокорисковым предприятиям. SBICs имели разрешение на пополнение своего капитала при помощи особых займов из Агентства по поддержке малого бизнеса (Small Business Administration, SBA), на которые распространялись определенные налоговые льготы. SBA ограничивало определенными условиями инвестиционную деятельность получивших эти займы SBICs, направленную на высокорисковые предприятия. За первые пять лет работы этой программы было выдано 692 лицензии SBICs, что привело к помещению под их управление венчурного капитала на сумму 464 млн долл.<sup>142</sup>. Между 1958 и 1969 годами SBICs предоставили более 3 млрд долл. малым предприятиям, что в 3 раза превысило сумму частного венчурного капитала за этот период. У этой программы были и некоторые изъяны, например: (1) предоставление (ненамеренно) долгового финансирования малым компаниям с положительными денежными потоками; (2) привлечение индивидуального, а не институционального капитала, особенно через публичные продажи акций SBICs; (3) невозможность привлекать к работе инвестиционных менеджеров высокого класса, владеющих необходимыми инвестиционными навыками. К 1977 году число SBICs упало до 276. Несмотря на эти недостатки, SBICs предоставили рекордные суммы капитала быстрорастущим компаниям и послужили базисом для образования прочной индустрии ВК.

Программа SBIC претерпела основательную переделку в 1994 году. Для SBICs был создан новый метод мобилизации капитала с использованием участвующих привилегированных ценных бумаг

<sup>141</sup> Widicus, Jr. (1966).

<sup>142</sup> Fenn, Liang and Prowse (1995) дают детальное описание истории индустрии прямых инвестиций США.

(participating preferred securities), когда часть выплат процентов федеральному правительству, приходящихся на ранние годы жизни фонда, откладывается на будущее в обмен на участие правительства в прибылях SBIC. Такая организация устраняла проблему не соответствующих друг другу активов и денежных потоков при осуществлении инвестиций при помощи взятых в долг средств, присущую первоначальному варианту схемы. Вследствие этого, SBICs приобрели возможность инвестировать в молодые малые компании, а государство взяло на себя роль партнера с ограниченной ответственностью. При новой организации программа пережила новый расцвет, и ее деятельность приобрела большие масштабы. В период с 1994 по 1999 годы SBA передала лицензии 194 новым SBICs с первоначальным частным капиталом на сумму более 2,7 млрд долл. – т.е. было мобилизовано больше частного капитала, чем за все 36 лет, предшествовавших переделке программы! Что еще важнее, в то время как на долю SBICs приходилось только 8% от общей суммы венчурного капитала, инвестированного в 1994–2002 годах, они отвечали за 65% всего посевного финансирования в США за тот же период, что составило 9,3 млрд долл. посевных инвестиций<sup>143</sup>.

Другим ключевым законодательным актом, принятым в этот период, явилась Статья 1244 Налогового кодекса, по которой позволялось капитал на сумму 25 тыс. долл., инвестированный в новую и/или малую компанию, списать с суммы обычного дохода. Это правило поощряло индивидуальные неформальные инвестиции в частные предприятия. На сегодня предел списываемой в соответствии с этим правилом суммы равен 50 тыс. долл. (100 тыс. долл. в случае совместного дохода). Это правило касается инвестиций в компании малого бизнеса (в которых сумма внесенного, или оплаченного, капитала меньше 1 млн долл.), если менее 50% доходов поступает из пассивных источников (роялти, рента, дивиденды, проценты и т.д.).

---

<sup>143</sup> SBA (2002).

## (б) Конец 1970-х – Регуляторные изменения

По мере того как индустрия ВК набирала силу и партнерства с ограниченной ответственностью все чаще появлялись в качестве средства для мобилизации капитала, сближающего интересы инвесторов и управляющей команды, в конце 1970-х годов были введены в силу несколько важных постановлений, облегчавших поток институциональных средств к фирмам ВК. Во-первых, в результате уточнения Департаментом труда США Закона о пенсионном обеспечении рабочих и служащих (ERISA) правило «разумного человека» (prudent man rule) сняло преграды для размещения пенсионных средств в венчурные инвестиции или ценные бумаги малых или молодых предприятий. Это постановление вызвало оживление на рынке ценных бумаг нового выпуска для малых компаний, а со временем дало сильный импульс пенсионным фондам по размещению их средств в венчурные инвестиции. Второе изменение касается принятия в 1980 году Департаментом труда правила, которое даровало партнерствам ВК возможность освобождения от предписаний, регулирующих планирование активов (plan asset regulations)<sup>144</sup>. И, наконец, Закон о поощрении инвестиций в малый бизнес 1980 года дал новое определение партнерствам ВК как компаниям по развитию бизнеса, освободив их, таким образом, от действия Закона об инвестиционных советниках.

Кроме того, Законом об оздоровлении экономики и налогах 1981 года были учреждены Поощрительные опционы на покупку акций (ISO) в качестве инструмента сближения интересов служащих и акционеров. ISOs легли в основу взаимоотношений между предпринимателями и венчурными капиталистами.

---

<sup>144</sup> По правилу «plan asset regulations», менеджеры фондов должны быть зарегистрированы как инвестиционные консультанты, и им запрещено получать связанное с их деятельностью вознаграждение, а также на них распространяется правило «о запрещенных сделках» (Fenn, Liang and Prowse, 1995).



**(в) Начало 1980-х – Выращивание инновационных предприятий**

Программа поддержки малого инновационного бизнеса (Small Business Innovation Research, SBIR) была запущена в действие в 1982 году в виде ответной реакции на утрату Соединенными Штатами своей конкурентоспособности в рамках мировой экономики с целью содействия инновационным и высокотехнологическим малым предприятиям. По своему объему она составляет 60% от всех государственных программ финансирования SMEs в США. Такие известные компании, как Apple, Compaq и Intel получали финансирование по программе SBIR.

Программа SBIR обеспечивает финансирование на сумму до 850 тыс. долл. на стадии R&D непосредственно малым технологическим компаниям (или отдельным предпринимателям, формирующим компанию) в два этапа. В фазе I выплачивается 100 тыс. долл. на срок до шести месяцев для проведения технико-экономического обоснования проекта. Если результаты окажутся положительными, компании могут подать заявку на финансирование фазы II объемом в 750 тыс. долл., предназначенное для развития проекта и создания прототипа. Эта фаза длится до двух лет. Ожидается, что после фазы II реципиенты SBIR начнут делать усилия по коммерциализации при помощи внешнего частного финансирования, часто предоставляемого фондами ВК. Программой SBIR управляет Отдел технологий SBA. Выплачиваемые суммы финансируются отобранными одиннадцатью федеральными агентствами. Каждое агентство помещает 4% своих средств в малые инновационные компании. Суммарное федеральное финансирование по программе SBIR/STTR составило в 2007 году 2,315 млрд долл., из которых почти 55% было предоставлено Министерством обороны.

Последние оценки программы SBIR<sup>145</sup> показывают, что коэффициент выживаемости и темпы роста реципиентов SBIR превосходят аналогичные показатели у не-реципиентов. Кроме того, программа SBIR побуждает ученых заняться предпринимательством и является главным источником финансирования предприятий, созданных учеными. Многие из основателей компаний, которым была присуждена финансовая помощь от SBIR, вышли из стен университетов. Без помощи SBIR 20% основателей компаний не смогли бы начать свое предприятие, 40% – не смогли бы продолжать его развивать. Более того, финансовая помощь SBIR оказывает важный побуждающий эффект на других ученых в том же учреждении. Одной из главных сильных сторон программы и ключевым фактором ее успеха является децентрализация принятия решения о финансировании, распределенного по 11 федеральным агентствам<sup>146</sup>.

Программа трансфера технологий в малом бизнесе (Small Business Technology Transfer, STTR), утвержденная Законом о трансфере технологий в малый бизнес 1992 года и управляемая SBA, нацелена на стимулирование частно-государственного партнерства в целях коммерциализации новых технологий. Пять федеральных агентств резервируют часть своих R&D фондов для предоставления их малым компаниям: до 100 тыс. долл. – на проведение технико-экономического обоснования и до 750 тыс. долл. – на последующие исследования и развитие проекта. Получившие эти выплаты компании поддерживают сотрудничество с исследователями в университетах и других исследовательских учреждениях. Общий объем финансирования данной программы составил в 2007 году 131 млн долл.

Программа развития передовых технологий (Advanced Technology Programme, ATP) была создана в 1988 году Национальным Институтом стандартов и технологий (NIST) для поддержки развития на-

---

<sup>145</sup> Andretsch (2002); Andretsch et al. (2002); Lerner (1999). Wallsten (2002) выражает противоположное мнение, относя некоторые из положительных эффектов финансирования в рамках SBIR за счет того факта, что реципиентами SBIR чаще являются крупные фирмы, и утверждает, что финансирование SBIR компенсирует собственные расходы фирмы на R&D.

<sup>146</sup> Lerner (2002).

ходящихся на ранних стадиях инновационных технологий путем финансирования высокорисковых R&D, выполняемых в рамках частно-государственного партнерства. Между 1990 годом и сентябрем 2004 года АТР произвела 768 выплат размерами в пределах от 434 тыс. долл. до 31 млн долл. на общую сумму 2,27 млрд долл<sup>147</sup>. Получившие поддержку проекты привлекли соответствующее частное финансирование на сумму 2,1 млрд долл. Из общего числа 768 выплат 433 (56%) пошли в одиночные малые компании, в то время как оставшиеся 75 (10%) были направлены в совместные предприятия, руководимые малыми компаниями.

### (г) Государственные инициативы

Пользующиеся государственной поддержкой программы развития венчурного капитала, число которых постоянно растет, можно разделить на пять главных категорий: фонды, финансируемые и управляемые государством; находящиеся под частным управлением фонды, финансируемые государством; налоговые кредиты или льготы для отдельных лиц или предприятий, занимающихся прямыми инвестициями; спонсируемые или поддерживаемые государством сети бизнес-ангелов и спонсируемые или поддерживаемые государством венчурные ярмарки<sup>148</sup>.

Старейший из управляемых государством (штатом) фондов – Мас-сачусетская корпорация технологического развития (Massachusetts Technology Development Corporation, MTDC) – был создан в 1978 году с целью оказания поддержки созданию рабочих мест в технологически-ориентированных секторах этого штата. Фонд специализируется на финансировании ранних стадий, коммерциализации технологий и мезанинном инвестировании – все это, как правило, в пределах 250–500 тыс. долл. В каждой инвестиции средства, предоставленные MTDC, дополняются частным капиталом, превышающим в среднем в 4,5 раза по своей сумме капитал, инвестированный штатом. Программа Развивающихся предприятий Калифорнии (California Emerging Ventures, CEV) была создана в 1998

<sup>147</sup> Источник: АТР. <http://www.atp.nist.gov/eao/statistics.htm>.

<sup>148</sup> Barkley, Ferland et al. (2002).

году в рамках Общественной пенсионной системы Калифорнии (Californian Public Employees' Retirement System, CalPERS), крупнейшего общественного пенсионного фонда в США. CEV структурирована как фонд фондов и уже инвестировала более 2 млрд долл. в компании ранних стадий. Под управлением CalPERS также находится Биотехнологическая программа Калифорнии с начальным финансированием на сумму 500 млн долл. Другая программа в этом штате – Калифорнийское техническое инвестиционное партнерство (Californian Technical Investment Partnership, CalTIP) – предоставляет гранты на сумму до 250 тыс. долл. технологическим компаниям, которые получают федеральные гранты по конкурсу.

Имеется множество налоговых стимулов, применяемых в различных штатах по отношению к частным инвестициям. По-видимому, самым щедрым из них является налоговый кредит, предоставляемый страховым компаниям для инвестиций, осуществленных в «сертифицированные финансовые компании» (Certified Capital Companies, CAPCO), сумма которого составляет 100–120% от инвестированной суммы, и выплаты по которому растянуты на 10-летний период. CAPCO является коммерческой организацией, предоставляющей венчурное финансирование отвечающим установленным требованиям местным компаниям, причем конечная цель этой деятельности – создание рабочих мест. Эта программа родилась в штате Луизиана в 1983 году и была введена во многих штатах, начиная с конца 1990-х годов. Эта схема, возможно, является самым щедрым финансовым стимулом для венчурного инвестирования в регионе OECD<sup>149</sup>.

### 3. Европейский Союз

#### 3.1. Программы на уровне Евросоюза

Венчурный капитал в Европе делал свои первые шаги в конце 1970-х – начале 1980-х годов, а серьезное развитие индустрии ВК

<sup>149</sup> OECD (2003). Venture capital policy review: United States.

началось только в 1990-х годах. Хотя участие венчурного капитала в финансировании инновационных компаний в Европе в целом еще было довольно неактивным<sup>150</sup>, государственная политика, на уровне как всей Европы, так и отдельных стран, все больше склонялась к тому, чтобы рассматривать венчурный капитал в качестве важного фактора поддержки инноваций. В основе новой политической ориентации лежало активное стремление к воспроизведению успеха США в сфере инноваций путем развития успешно функционирующих рынков венчурного капитала<sup>151</sup>. Можно сказать, что государственная политика играла важную роль в развитии индустрии ВК в Европе. «Зеленая книга инноваций» Европейской Комиссии и ее «Первый план действий»<sup>152</sup> явились свидетельствами существования серьезных намерений в отношении «воспитания» инновационной культуры и создания условий, благоприятствующих инновациям. В этом смысле 1995–1996 годы явились переломным моментом в настроениях государственных политиков и в развитии европейской индустрии ВК. В 1998 году был опубликован «План действий в отношении рискованного капитала» (Risk Capital Action Plan, RCAP), основным содержанием которого являлось «уничтожение постоянных регуляторных и административных барьеров на уровне регионов и государства, которые могут препятствовать созданию подлинно единого рынка в сфере рискованного капитала»<sup>153</sup>. Последние оценки RCAP показали, что имеет место существенный прогресс и достигнуты многие из намеченных целей, хотя и сохранялся ряд препятствий<sup>154</sup>. Кроме того, Европейская Комиссия поддержала организацию в 1999 году Европейской сети бизнес-ангелов (EBAN) и опубликовала в 2003 году доклад BEST на тему «Базовые показатели деятельности бизнес-ангелов».

На уровне Евросоюза Европейская Комиссия является основной организацией, занимающейся выработкой политических инициатив. До 2000 года Европейский инвестиционный банк (EIB), а после 2000

---

<sup>150</sup> См., например, Manigart and Struyf (1997) и Bank of England (2001).

<sup>151</sup> European Commission (1995).

<sup>152</sup> European Commission (1995, 1996).

<sup>153</sup> ЕС (2003).

<sup>154</sup> Там же.

года Европейский инвестиционный фонд (EIF) – исполнительный орган ЕИВ, являлись уполномоченными посредниками по реализации инициатив в отношении венчурного капитала по поручению Европейской Комиссии; в последнее время это делается в рамках Многолетней программы для предприятий и предпринимательства (Multi-Annual Programme, MAP). Дополнительно к своей работе по выполнению мандатов ЕК, EIF к концу 2006 года инвестировал большую сумму (340 млн евро) из своих собственных средств. Экономический вклад этих организаций был существенным. Так, с момента начала своей деятельности в 1994 году EIF оказал косвенную поддержку 670 тысячам SMEs, из которых более 3 тысяч были профинансированы венчурным капиталом<sup>155</sup>. В конце 2006 года портфель прямых инвестиций EIF соответствовал 3,77 млрд евро, инвестированных в 244 фонда. Эти фонды, в свою очередь, мобилизовали дополнительный частный капитал на сумму около 21 млрд евро. Более 40% портфеля фонда размещено в инвестиции ранних стадий, что отражает инвестиционные предпочтения фонда. Кроме того, совокупный гарантийный портфель фонда составлял к концу 2006 года 11,1 млрд евро.

#### (а) Пилотные инициативы

В конце 1980-х и 1990-х годов было осуществлено несколько пилотных инициатив, которые явились важнейшим источником получения политического опыта, повлекшего за собой целый ряд успешных политических решений. Европейская пилотная схема посевого капитала (European Seed Capital Fund Pilot Scheme, ESCF), действовавшая в период 1988–1995 годов, сопровождалась созданием множества последующих схем, нацеленных на обеспечение финансовой поддержки предприятиям на ранних стадиях развития. В рамках ESCF было создано 23 фонда посевого капитала на общую сумму 50 млн ЭКЮ (41 миллион мобилизованного институционального капитала и 8,76 миллионов средств, предоставленных в рамках программы). Хотя программа в целом расценивалась как успешная, автономная жизнеспособность созданных фондов посевого капи-

---

<sup>155</sup> EIF (2007).

тала оказалась низкой<sup>156</sup>. Главным препятствием успешной работе фондов был их малый размер по отношению к их годовым операционным затратам на сумму приблизительно 150 тыс. ЭКЮ<sup>157</sup>. Кроме того, малый размер фонда не позволял ему осуществлять последующее финансирование, делая его зависимым от внешних (коммерческих) источников для последующих инвестиций.

На смену схеме ESCF пришла программа венчурного инвестирования предприятий ранних стадий развития CREA<sup>158</sup>, поддерживающая создание фондов посевного капитала. В частности, CREA помогала покрывать до 50% операционных затрат каждого имеющего на это право фонда путем предоставления ему ссуды, выплаты по которой должны были производиться в течение периода до трех лет. Для этой программы отбирались фонды на основании заявок на участие, поданных в 1998 году. Из 20 предварительно отобранных фондов 12 завершили процесс мобилизации капитала и подписали контракт с Комиссией в 1999 году; 8 контрактов были подписаны в 2001 году. Большинство из этих фондов продолжает работать и по сей день. Оценки работы программы показали, что она помогла создать 2500 рабочих мест по средней цене 17 тыс. евро на каждое проинвестированное и работоспособное предприятие и 1200 евро на одно рабочее место. Однако административная усложненность и негибкость замедлили первоначальный прогресс программы. Только более крупные получатели грантов признали, что связь с программой CREA была для них полезной. Малые фонды предпочитают получать финансовые гарантии, а не субсидии на управление. Суммарным результатом проведенных оценок стало заключение о том, что реализация этой программы была неэффективной<sup>159</sup>.

Основной принцип программы ESCF по существу сохраняется в последующих схемах – государственные средства инвестируются в фирмы ВК с перспективой получения финансовой поддержки путем привлечения частного капитала для совместного инвестирования

---

<sup>156</sup> Murray (1994, 1998).

<sup>157</sup> Murray (1994).

<sup>158</sup> Capital Risque pour les Entreprises en Amorçage (Франция).

<sup>159</sup> The Evaluation Partnership (2006).

в инновационные компании. Эта финансовая поддержка (кредит) должна послужить компенсацией партнеру с ограниченной ответственностью за высокий уровень риска, которому он подвергается. Партнерская роль государства, однако, в первую очередь ограничена изданием руководящих указаний относительно инвестирования и определением природы и размеров заемного капитала. Тем не менее вопросы, касающиеся размеров и повседневной работы венчурных фондов, инвестирующих в технологические предприятия ранних стадий, и сегодня все еще являются предметом оживленных политических дебатов. Во многих случаях, региональная направленность фонда ВК, так же как и относительная незрелость национальной индустрии рискованного капитала, оказывают отрицательное влияние на размеры фонда и его денежные потоки.

В 1989 году Европейская Комиссия ввела в действие другую пилотную программу – «Евротех-Капитал» (Eurotech Capital), нацеленную на поддержку со стороны крупных фондов финансирования высокотехнологических проектов. В этой программе участвовали 14 фирм ВК, объем капитала под управлением которых составлял почти 1 млрд евро, а целью программы являлось размещение около 200 млн евро в транснациональные высокотехнологические проекты. «Евротех-Капитал» не только предоставляла 4%-ный вклад капитала, но и обеспечивала свободный доступ к данным «Eurotech Data» – информационной службы по технологиям и технологическим рынкам.

Третья пилотная схема, «Прямые инвестиции в инновации и технологии» (Innovation and Technology Equity Capital, I-TEC), была начата в 1997 году для стимулирования инвестиций ранних стадий в технологические инновационные SMEs. Эта схема была приведена в исполнение в сотрудничестве с EIF. Каждая из 28 участвовавших фирм ВК согласилась выделить по крайней мере 25% своих средств для не менее чем пяти инвестиций ранних стадий в технологические инновационные SMEs. Взамен I-TEC оплачивала до 50% затрат, связанных с оценкой этих инвестиций и управлением ими, максимум на 5% от осуществленных инвестиций или 500 тыс. евро на фонд. К сентябрю 2003 года 24 из числа фондов-участников инвестировали



666 млн евро в 349 компаний, превзойдя сумму 493 млн евро, первоначально зарезервированных для инвестиций ранних стадий в технологические компании<sup>160</sup>. Из получивших финансирование предприятий 56% были организованы не более года назад, и 94% были не старше трех лет; 95% инвестиций были осуществлены у себя на родине; 24% компаний были во Франции, 21% – в Соединенном Королевстве, 21% – в Германии и 11% – в Италии; 63% компаний имели в своем составе 10 сотрудников или меньше.

### (б) Современные программы

Основная деятельность EIF имеет прямое отношение к мандатам, выданным ЕИБ. Мандат рискованного капитала (Risk Capital Mandate, RCM), выданный в 2000 году, позволил создать «вечнозеленый» источник средств размером в 4 млрд евро. Его главная задача – «поддерживать технологические и промышленные инновации на всех стадиях их развития, с уделением особого внимания инновационным компаниям Евросоюза и фондам широкого профиля в недавно присоединившихся странах и различных соседних государствах»<sup>161</sup>. К концу 2006 года 3,2 млрд евро было проинвестировано по этому мандату в более чем 200 фондов.

Одним из примеров влияния EIF является находящийся в Соединенном Королевстве Фонд технологий, связанных с проблемами окружающей среды (Environmental Technologies Fund, ETF), который мобилизовал 50 млн евро в августе 2006 года, и в который EIF инвестировал 15 млн евро в рамках мандата Многолетней программы MAP. ETF является первым устойчивым инвестирующим в «чистые» технологии фондом, получившим поддержку от EIF. Фондом управляет его первоначальная команда, которая, несмотря на свой обширный опыт в данном секторе и венчурном инвестировании, сталкивается с препятствиями со стороны законов, касающихся институциональных инвесторов. Таким образом, ETF сыграл ключевую роль в обеспечении стабильной базы инвесторов. Такая высококачественная

<sup>160</sup> Источник: I-ТЕС, <http://cordis.europa.eu/finance/src/i-tec-results.htm>.

<sup>161</sup> EIF (2007).

база инвесторов служит вотумом доверия к управляющей команде фонда.

Кроме того, EIF управляет финансовыми инструментами Европейской Комиссии в качестве одного из мероприятий программы MAP, нацеленной на улучшение финансового окружения предприятий. В рамках *Схемы по поддержке предприятий-стартапов Европейского технологического фонда* (ETF) осуществляются инвестиции в фонды, предоставляющие рисковый капитал малым бизнесам. «*Меры в отношении посевного капитала*» (Seed Capital Action) – это инициатива, направленная на стимулирование предоставления капитала для создания новых инновационных компаний, обладающих потенциалом роста, и создания рабочих мест путем поддержки посевных фондов, инкубаторов и подобных организаций. В целом, благодаря поддержке этих двух инициатив были собраны 35 фондов на общую сумму 265 млн евро. Кроме того, Европейская Комиссия ввела в действие несколько гарантийных инструментов, таких как Гарантийный фонд SMEs (SME Guarantee Facility) и Фонд роста и окружающей среды (Growth and Environment Facility), предназначенных для облегчения доступа к долговому финансированию.

Для обеспечения непрерывности за финансовыми инструментами MAP последуют инструменты программы организации конкуренции и инноваций (Competitiveness and Innovation Framework Programme, CIP). Финансовые инструменты CIP должны быть доступны со второго квартала 2007 года, и их бюджет должен превышать 1 млрд евро на период 2007–2013 годы. По этой программе предполагается предоставить финансовую помощь на сумму около 30 млрд евро для нового финансирования SMEs. Среди этих инструментов больше внимания уделяется рисковому капиталу для быстрорастущих предприятий и развитию сетей поддержки развития инноваций и бизнеса. Например, программа поддержки быстрорастущих инновационных малых и средних предприятий (High Growth and Innovative SME Facility, GIF) занимается облегчением доступа к рисковому капиталу инновационным предприятиям на самых ранних стадиях их развития. В рамках этой программы EIF инвестирует около 10 млн евро, что должно составлять почти 10–

25% капитала фонда-реципиента, специализированных фондов ВК или бизнес-инкубаторов.

В 2005 году Европейская Комиссия вместе с EIB и EIF приступили к реализации инициативы JEREMIE<sup>162</sup>, созданной для увеличения доступа к капиталу для своего развития малым и средним компаниям региона Евросоюза на период 2007–2013 годов. В рамках этой инициативы национальные и региональные власти могут пользоваться финансовыми ресурсами из Европейского фонда развития регионов (European Regional Development Fund, ERDF), чтобы создать управляемый профессионалами Холдинговый фонд для обеспечения портфеля таких ориентированных на рынок финансовых инструментов, как инвестиции венчурного капитала и гарантии. Каждый Холдинговый фонд будет отбирать финансовых посредников и давать им аккредитацию и обеспечивать их акционерным капиталом, ссудами, гарантиями, а также технической помощью. В свою очередь финансовые посредники сделают фонды доступными на конкурсных условиях для SMEs, особо выделяя те из них, которые действуют в согласии с положениями Лиссабонских соглашений. Для оценки потенциальных потребностей в участии этой программы, EIF провел «изучение разрывов в финансировании» в 24 SMEs из 18 стран-членов Евросоюза. Растущее число стран-членов выражает намерение создать Холдинговый фонд и использовать финансовые инструменты, предложенные EIF. В ряде случаев в EIF поступали просьбы взять Холдинговый фонд под свое управление<sup>163</sup>.

В 2006 году Европейская Комиссия осуществила несколько регуляторных изменений, затрагивавших возможности стран-членов проявлять гибкость в предоставлении финансовой поддержки молодым инновационным компаниям и фондам венчурного инвестирования ранних стадий. В частности, благодаря этим изменениям стало легче создавать фонды ВК ранних стадий с участием государственной поддержки в тех областях, где частное инвестирование является недостаточным. Новое «исключительное» правило «*de minimus*» пре-

<sup>162</sup> Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises.  
[http://ec.europa.eu/regional\\_policy/funds/2007/jjj/jeremie\\_en.html](http://ec.europa.eu/regional_policy/funds/2007/jjj/jeremie_en.html).

<sup>163</sup> EIF (2007).

доставляет привилегии для сумм, не превышающих 200 тыс. евро, а также гарантии по займам, не достигающим 1,5 млн евро. Кроме того, новая сеть государственной помощи для научных исследований, развития и инноваций предусматривает помощь в размере до 1 млн евро молодым инновационным активно ведущим R&D предприятиям. Наконец, новые директивы по государственной помощи в поддержку инвестиций рискованного капитала в SMEs включают в себя предоставление «безопасного укрытия» от налогов для инвестиций на сумму 1,5 млн евро на одно SME на срок 12 месяцев и упрощение процедуры принятия решения.

Наконец, Комиссия поддерживала разнообразные инновационные сетевые программы, такие, например, как Europe INNOVA<sup>164</sup> и PRO INNO Europe<sup>165</sup>, а также постоянно действующую акцию EASY<sup>166</sup>, направленные на упрочение взаимосвязей между бизнес-ангелами, посевными фондами и поставщиками венчурного капитала.

#### (в) Выводы

Необходимо отметить существенную и постоянно повышающуюся на уровне Евросоюза заинтересованность в улучшении ситуации с финансированием ранних стадий развития предприятий. В частности, EIF позиционировал себя в качестве основного «игрока» на поле венчурного инвестирования, главного источника инвестиционного опыта и значимой силы, узаконивающей взаимоотношения фондов ВК с институциональными инвесторами. Кроме того, EIF занимался деятельностью по инвестированию венчурного капитала от имени и по поручению Европейской Комиссии в рамках программы MAP и будет продолжать заниматься ею в рамках программы SIP.

Важно отметить, что, несмотря на размах деятельности вышеназванных организаций (Европейской Комиссии, EIB, EIF), их вовлеченность является скорее опосредованной. Значение их работы для

<sup>164</sup> <http://www.europe-innova.org/index.jsp>.

<sup>165</sup> <http://www.proinno-europe.eu/>.

<sup>166</sup> <http://www.earlystageinvestors.org/>.

отдельных стран зависит от наличия в этих странах работающих национальных рынков венчурного капитала, например, фондов с опытом и стремлением к получению поддержки от EIF. Поэтому неудивительно, что большинство из инвестиций EIF осуществлены в странах с лучше развитыми рынками ВК. В этом смысле инициативы на уровне Евросоюза скорее дополняют, а не замещают инициативы на уровне стран.

Следующий раздел посвящен государственным программам в отдельных странах Европы<sup>167</sup>. Страны сгруппированы по регионам мира и перечислены в алфавитном порядке своих названий (на английском языке) в пределах каждого региона, причем страны – новые члены Евросоюза рассматриваются отдельным блоком.

### 3.2. Австрия

Индустрия венчурного капитала в Австрии относительно нова, причем большинство фирм ВК появилось вслед за вступлением Австрии в Европейский Союз в 1995 году. Австрия очень похожа на Германию по той значительной роли, которую банки играют в экономиках этих стран. По этой причине в Австрии долговое финансирование всегда являлось доминирующим. В этом контексте государственные программы, нацеленные на поощрение прямых инвестиций в новые инновационные предприятия, сделали значительный вклад в возникновение австрийской индустрии ВК.

Программа посевного финансирования была введена в начале 1990-х годов для того, чтобы предоставить средства и облегчить доступ к рынкам капитала передовым высокотехнологическим компаниям. В рамках этой программы был предусмотрен специальный мезанинный заем на сумму до 730 тыс. евро для высокотехнологических компаний-стартапов. Кроме предоставления средств программа предлагает новым предпринимателям обучение и мониторинг со стороны высококвалифицированных специалистов в области посевного финансирования. Суммарно 36,3 млн евро было проинвестиро-

<sup>167</sup> Многие из рассмотренных инициатив были почерпнуты из Trendchart Innovation Policy Measures Database: <http://trendchart.cordis.europa.eu>.

вано в соответствии с этой программой. Оценка работы программы в целом была позитивной.

После 1996 года инновационным SMEs предлагались субсидии и гарантии на общую сумму 16 млн евро. После 1997 года гарантии по акционерному капиталу начали предоставляться частным не-институциональным инвесторам, если они инвестировали в SMEs. Гарантиями были обеспечены инвестиции на общую сумму 70 млн евро.

В 1999 году была введена программа LISA для предоставления услуг исследователям и предпринимателям, занятым разработками инновационных идей в сфере наук о жизни. Эта программа предлагает основателям компаний консультации по вопросам бизнеса, финансирование стадии «стартап», обучение ученых основам ведения бизнеса, занимается просветительской работой, групповым и международным менеджментом. Она также организует конкурсы бизнес-планов. Начиная с 2002 года, программа предлагает предпосевное субсидирование (гранты) и посевное финансирование в форме мезанинных займов, проценты по которым ограничены величиной 8,5% и выплачиваются из прибыли компании.

В правительстве в настоящее время изучается опыт Финляндии и рассматривается возможность учреждения фонда ВК, который будет опосредованно предоставлять средства компаниям-стартапам и SMEs путем инвестирования в частные фонды ВК<sup>168</sup>. Правительственные эксперты оценивают сумму капитала такого фонда, необходимую для того, чтобы его работа оказалась эффективной, в пределах 150–200 млн евро.

### 3.3. Бельгия

Начиная с 1999 года, Валлонский регион осуществляет программу «Венчурный капитал – университетским спиноффам», в соответствии с которой предприятиям, желающим разработывать результаты научных исследований, предоставляются акционерный капитал

<sup>168</sup> AFX-Europe / Thomson Financial, 29 May 2007.

и ссуды. Таким образом были профинансированы 20 предприятий и 14 компаний-спиноффов.

В регионе Фландрии в 2006 году были введены налоговые льготы для друзей и родственников предпринимателей, пожелавших инвестировать в их компании-стартапы в форме беспроигрышных субординированных займов на максимальную сумму 50 тыс. евро на срок 8 лет с выплатой всей суммы сразу. Инвесторы получали уменьшение налоговой ставки на 2,5% от суммы займа. Если заем не выплачивался по установленным правилам, то инвестор получал дополнительное фискальное уменьшение на 30% от суммы займа.

После 2005 года другая фламандская инициатива, ARKimedес Fund, использует налоговые стимулы, чтобы привлечь инвестиции от частных лиц. Мобилизованные средства инвестируются в частные управляемые профессионалами фонды ВК, добившиеся успеха в своей предыдущей деятельности, которые инвестируют на суммы до 1 млн евро в стартапы или компании на стадии расширения во Фландрии. ARKimedес обеспечивает до 50% капитала фондов.

В 2005 году был организован Фламандский инновационный фонд с капиталом на сумму 75 млн евро для обеспечения предпосевого и посевого финансирования в молодые инновационные компании. Этот фонд участвует в финансировании процедуры защиты прав интеллектуальной собственности, технико-экономического обоснования проекта, рыночных исследований, создания прототипа, первичного маркетинга и т.д., чтобы сделать эти стартапы привлекательными для частных инвесторов. Он может предоставить до 500 тыс. евро посевого капитала, либо прямо, либо через партнерский фонд, причем он соинвестирует в том же объеме и на тех же условиях, что и фонд-партнер.

### 3.4. Дания

Первые компании ВК в Дании были организованы в 1983 году, хотя датский рынок ВК оставался небольшим и неактивным вплоть до конца 1990-х годов. Первые политические инициативы в Дании

были направлены на обеспечение гарантий для инвестиций в малые компании. В 1988 году была организована Датская корпорация финансирования развития (Danish Development Finance Corporation, DUF)<sup>169</sup> с суммарным капиталом 500 млн датских крон. Правительство предоставляло гарантии по акционерному капиталу для инвестиций, которые DUF осуществляла в малые компании. DUF была ликвидирована в конце 1990-х годов, и ее портфель был поглощен компанией по управлению активами.

Программа предоставления гарантий по акционерному капиталу для развивающихся управляющих компаний венчурного капитала была введена в 1994 году, ее фонды составляли 1 млрд датских крон, а основной ее целью являлось создание рынка ВК в Дании. Шестнадцать компаний ВК получили одобрение на получение ими 50%-ной государственной гарантии риска своих прямых инвестиций в молодые растущие компании. Через 8 лет эта гарантия была уменьшена на 10% в год на следующие пять лет. В результате программа была свернута.

Фонд развития бизнеса (Business Development Fund)<sup>170</sup> был создан в 1992 году с целью предоставления высокорисковых ссуд новым и уже упрочившимся компаниям для развития высокотехнологических проектов. Фонд предоставлял ссуды с небольшими процентами, брал на себя часть риска убытков и получал за работу только фиксированный доход в случае коммерческого успеха. При таком подходе более 60% суммарного финансирования было растрчено впустую на более чем 900 поддержанных фондом проектов<sup>171</sup>. Ему приходилось списывать ссуду, когда компания не могла вернуть свой долг.

В 2000 году, когда было принято решение о развитии конкурентного в международном масштабе рынка прямых инвестиций в Дании, Фонд развития бизнеса был реструктурирован в Датский инвестиционный фонд (VækstFonden) с переориентацией своей мис-

---

<sup>169</sup> Dansk Udviklingsfinansiering.

<sup>170</sup> Erhvervsudviklingsfonden.

<sup>171</sup> OECD (2003). Venture capital policy review: Denmark.



сии на предоставление посевного и стартового финансирования малым инновационным компаниям в форме акционерного капитала и мезанинных займов. Имея капитальную базу в 400 млн евро, VækstFonden является одним из крупнейших игроков на датском поле ВК. Он предоставляет прямое финансирование быстрорастущим датским компаниям и функционирует в качестве фонда фондов в секторе прямого инвестирования Скандинавии. Посредством своей деятельности в качестве фонда фондов, VækstFonden в 2001/2002 годах организовал шесть новых компаний ВК. По условиям этих инвестиций инвесторы частного фонда получают одну треть дохода, полученного на капитал VækstFonden, и владеют опционом на покупку всех акций, если компания становится жизнеспособной. В целом, VækstFonden оказал существенное влияние на повышение уровня венчурного инвестирования ранних стадий в Дании. В настоящее время он осуществил инвестиции в 14 фондов ВК, предоставил прямые инвестиции и мезанинные займы 140 предприятиям и сделал 700 гарантийных обязательств по займам<sup>172</sup>.

В 1997 году начала работать программа технологических инкубаторов, целью которой являлось объединение научно-исследовательских институтов, предпринимателей и поставщиков финансирования для того, чтобы облегчить коммерческий трансфер технологий через создание новых предприятий. Сначала Министерство науки, техники и инноваций одобрило создание восьми таких инкубаторов, располагавшихся в университетах или научно-исследовательских организациях. В настоящее время имеется семь активно работающих инкубаторов, которые занимаются обеспечением поставок государственного посевного капитала в форме грантов, ссуд и акционерного капитала, а также оказывают административную поддержку и проводят обучение отдельных предпринимателей в компаниях, возраст которых не превышает шести месяцев. Максимальная сумма финансирования для одной компании равняется 100 тыс. евро. Первоначальное финансирование этой программы составляло 40 млн евро на трехлетний период. Позже была утверждена дополнительная сумма в 54 млн евро на 2001–2004 годы. После 2004 года инкубаторы должны были перейти к самофинансированию. К 2000

<sup>172</sup> Источник: Презентация на конференции NORFACE, Berlin, 21-23 May, 2007.

году в быстроразвивающихся секторах были созданы 172 новые инновационные компании. Однако только 38% из профинансированных проектов были ориентированы на исследовательскую работу.

### 3.5. Финляндия

Ситуация в сфере финансирования молодых инновационных компаний в Финляндии значительно улучшилась с конца 1990-х годов, что было вызвано отличным качеством финских инноваций и введением нескольких программ государственного финансирования, нацеленных на смягчение эффекта неблагоприятной ситуации, сложившейся на финансовых рынках после того, как «лопнул пузырь» компаний «дот-комов»<sup>173</sup>.

В 1993 году была создана программа TULI в целях поддержки запуска новых технологических предприятий, родившихся в стенах научно-исследовательских учреждений. Эта программа находит исследовательские идеи или инновации, обладающие коммерческим потенциалом, и знакомит с ними общественность на местах, а также предоставляет средства на проведение технико-экономического обоснования проектов или на анализ рынка. TULI финансируется Финским агентством по технологиям и инновациям (TEKES). Первоначально программа включала в себя региональные компании по трансферу технологий, имевшие каждая своего постоянного менеджера по проекту и команду независимых консультантов, занимавшихся поиском, оценкой и развитием потенциально новых концепций бизнеса. Обычно предоставляемыми услугами являлись исследования рынков, изучение конкурентов и решение вопросов, связанных с правами на интеллектуальную собственность. Эти услуги были бесплатными для исследователей и исследовательских групп, и участие в программе не ограничивало права собственника на свою идею. В 2002 году региональная деятельность была консолидирована в национальную, которая управляется Финской ассоциацией технопарков TEKEL.

---

<sup>173</sup> Maula, Murray and Jaaskelainen (2007).

Принадлежащая государству инвестиционная компания Finnish Industry Investment Ltd (FII) была создана в 1995 году с целью стимулирования развития финской индустрии ВК, и особенно это касалось SMEs с высоким потенциалом роста<sup>174</sup>. FII инвестировала в молодые компании прямо или опосредованно – путем участия в качестве опорного инвестора в новых фондах, созданных фирмами ВК. К концу 2005 года ее инвестиции в сумме составляли 325,6 млн евро<sup>175</sup>. Однако из-за того, что она должна была поддерживать рентабельность, эта программа в большей степени занималась финансированием компаний на поздних стадиях развития и, таким образом, не могла эффективно решать проблему дефицита на рынке финансирования ранних стадий. Была проведена официальная оценка деятельности программы, что привело к рекомендациям прекратить режим прямого финансирования, которого она придерживалась, и перейти к непрямому финансированию с целью улучшения работы рынка венчурных инвестиций ранних стадий.

В период 1996–2001 годов агентство TEKES руководило работой программы ссуд капитала (Capital Loans), в рамках которой предоставлялись ссуды с небольшими процентами высокотехнологическим стартапам и растущим SMEs. Ссуды давались без обеспечения активами и укрепляли балансовый отчет реципиента. Эти займы могли быть частично или полностью «прощены», если технологическое развитие не состоялось или не имело коммерческого успеха. Кроме того, их разрешено было погашать раньше срока. В ответ на предоставление таких ссуд TEKES обычно получало 25–50% акционерного капитала компании. За пять лет агентство потратило 146 млн евро на эту программу.

Программа предпосевного финансирования, управляемая Финским инновационным фондом SITRA, была начата в 2001 году с целью оказания содействия по поиску источников венчурного финансирования перспективных бизнес-идей. В рамках этой программы существует три способа помощи потенциальным предприятиям. Во-

---

<sup>174</sup> Для ознакомления с детальным описанием и официальной оценкой программы см.: Maula and Murray (2003).

<sup>175</sup> Maula, Murray and Jaaskelainen (2007).

первых, она предоставляет предпосевное финансирование на развитие технологически-ориентированных идей (LIKSA). Затем, она управляет работой рыночной площадки INTRO, на которой частные инвесторы и предприятия, занимающиеся поиском начального финансирования, могут встретиться и обсудить перспективы компании и возможной сделки, а также предоставляет Web-сервис. Наконец, она управляет «биржей компетенций» (DILLI), где предпринимателям помогают получить необходимые знания и навыки от опытных профессионалов в бизнесе, готовых взять на себя часть рисков предприятия в обмен на доли в компании.

Программа посевного финансирования была создана в 2004 году с целью поощрения прямого инвестирования в финские компании на ранних стадиях развития (посевной, стартап и раннего роста), а также для поддержки продуктивности и коммерциализации инноваций путем инвестиций со стороны частных инвесторов в предприятия на посевной стадии и стадиях роста. В рамках этой программы ФП занимается соинвестированием с уполномоченным местным ведущим инвестором, который управляет инвестицией. Максимальная доля участия ФП ограничивается 50% от общей суммы инвестиции. Объем отдельной инвестиции может колебаться между 50 тыс. и 1 млн евро. Инвестирование происходит на тех же условиях, что для ведущего инвестора, однако ФП не получает гонорара за управление.

Стартовая ссуда для технологических компаний, предложенная в 2004 году, является необеспеченной ссудой, которую предоставляет ТЕКЕС новым технологически-ориентированным компаниям с высоким потенциалом роста. Ее максимальный размер составляет 100 тыс. евро, или 80% от одобренного уровня затрат, а срок выплаты равен 10 годам, причем в течение первых пяти лет выплаты не обязательны. Проценты по ссуде находятся на уровне базовой учетной ставки, или не менее 4%.

Фонд Start Fund Vera Ltd был организован в 2005 году как общенациональный фонд посевного капитала для финансирования предприятий ранних стадий развития с целью подготовки их к получе-

нию инвестиций. Этот фонд является миноритарным акционером (15–40%) при осуществлении прямых или родственных им инвестиций в целевые компании. Максимальная сумма инвестирования в одно предприятие – 500 тыс. евро, с первоначальной инвестицией на сумму 100–200 тыс. евро.

### 3.6. Франция

Индустрия ВК Франции относительно хорошо развита. Первые прямые инвестиции в акции имели место на региональном уровне еще в 1980-х годах. Но подлинный старт национальной индустрии ВК был связан с учреждением в 1996 году целевой налогово-прозрачной организации FCPR<sup>176</sup>. Перед этим большинство сделок с участием венчурного капитала осуществлялось посредством холдингов с особым налоговым статусом (*Sociétés de capital risque*). Участие государственной политики в этом процессе впервые было отмечено в 1994 году в связи с вовлеченностью в него группы Caisse des dépôts (Фонд вкладов). В течение 1997–1999 годов начали свою работу несколько программ, оказавшихся очень полезными для развития индустрии ВК. В 2005 году была создана группа OSEO – государственный холдинг, управляющий BDPME<sup>177</sup>, SOFARIS и ANVAR<sup>178</sup>. В 2006 году они были переименованы в OSEO Financement, OSEO Garantie и OSEO Innovation соответственно.

Старейшая схема SME – OSEO Garantie (бывшая гарантийная схема SOFARIS) – была основана в 1982 году, и к сегодняшнему дню она предоставила гарантии на общую сумму 4,2 млрд евро. Эта программа предоставляет гарантии предпринимателям, не имеющим легкого доступа к банковской системе, но нуждающимся в банковском займе для своего стартапа или для поглощения нового бизнеса. Имеются различные фонды для гарантирования создания, передачи, развития, а также для удовлетворения краткосрочных потребностей в финансировании или финансовой консолидации SMEs. Кроме оказания помощи предпринимателям, OSEO Garantie предоставляет

<sup>176</sup> Fonds commun de placement à risque.

<sup>177</sup> Banque du développement des PME.

<sup>178</sup> Agence nationale de valorisation de la recherche.

гарантии фондам ВК, осуществляющим прямые инвестиции в инновационные SMEs, в обмен на участие в прибыли фонда. Если активировать эти гарантии, то сумма, возмещенная фонду ВК, должна быть реинвестирована в его портфель. Гарантии покрывают от 30% до 50% от суммы банковского займа и до 50% от прямой инвестиции венчурного капиталиста. Эта доля может подняться до 70% в случае новых стартапов. В настоящее время OSEO Garantie также предоставляет гарантии на инвестиции бизнес-ангелов, покрывая до 70% от инвестированной суммы.

Программа Взаимных фондов для инноваций (FCPI)<sup>179</sup> была создана в 1997 году для предоставления налоговых льгот (уменьшение подоходного налога для 25% от инвестированной суммы) индивидуальным инвесторам, инвестирующим в фонды, предназначенные для инновационных частных SMEs. Фонд FCPI должен инвестировать не менее 60% своего капитала в инновационные SMEs. К концу 2004 года 146 фондов FCPI, принадлежавших 29 компаниям, мобилизовали приблизительно 2,7 млрд евро. Похожая схема налоговых льгот использовалась и в программе FIP<sup>180</sup>, поддерживавшей инвестиции в региональных фирмах ВК.

В 1999 году Франция ввела в действие программу создания региональных инкубаторов, нацеленную на поддержку кооперации между государственными научно-исследовательскими организациями и предприятиями и на стимулирование создания технологически ориентированных фирм. Специально отобранные инкубаторы должны были использовать партнерские связи между университетами и государственными исследовательскими институтами, а также привлекать консультантов или ассоциации для развития и создания инновационных компаний. Государственные гранты покрывали 50% расходов инкубаторов и были обусловлены определенным числом поддерживаемых проектов. Из 31 первоначально организованного инкубатора (финансированных на сумму 37 млн евро), 29 все еще активно работают. В каждом административном регионе имеется хотя бы один инкубатор.

---

<sup>179</sup> Fonds communs de placement dans l'innovation.

<sup>180</sup> Fonds d'investissement de proximité.

Также в 1999 году было положено начало проекту «Национальное соревнование по созданию новых технологически-ориентированных фирм», открытому для участия в нем любому желающему основать новую технологически-ориентированную фирму. Сумма распределенных в рамках этого проекта выплат составляет 165 млн евро. За один только 2005 год было осуществлено 178 выплат.

В 1999 году были организованы Фонды посевного капитала с целью увеличения сумм посевного финансирования для инновационных стартапов путем оказания помощи фондам, инвестирующим в инновационные компании – особенно в связанные с работой над общественными проектами. Фонды посевного капитала являются частными компаниями, в капитале которых исследовательским организациям и университетам разрешено иметь долю до 40%. Эта поддержка представляет собой авансирование фондам капитала, который нужно выплатить обратно в течение 12 лет. CDC-Enterprises – подразделение Caisse des Dépôts et Consignations (Фонд вкладов и депозитов) – является главным инвестором, вносящим 30% от общей суммы инвестированного посевного капитала. В конце 2004 года правительство обязалось предоставить 22,9 млн евро для этой схемы. В сентябре 2005 года насчитывалось 8 национальных и 10 региональных фондов посевного капитала, управлявших капиталом на сумму 275,3 млн евро и поддерживавших 176 компаний, главным образом в секторе информационно-телекоммуникационных технологий (ICT) и секторе наук о жизни (34% и 66% соответственно).

В 2000 году внимание политиков обратилось на венчурный капитал, и был создан Фонд поддержки венчурного капитала (FPCR-2000)<sup>181</sup>. Этот фонд, управляемый CDC-Enterprises, владеет неконтрольными долями акций фондов частного венчурного капитала, предназначенных для инвестирования во французские и европейские инновационные компании не старше 7 лет в секторах, где трудно получить частное финансирование: науки о жизни, ICT, электроника, новые материалы и окружающая среда и устойчивое развитие. Эти фонды инвестируют более 50% своего капитала во французские компании (и более 75% – во все европейские страны). FPCR-2000 преимуще-

---

<sup>181</sup> Fonds de promotion pour le capital-risque-2000.

ственно инвестирует в фонды, которые основаны и управляются новыми командами, составленными из ученых с промышленным или финансовым опытом, но также и в национальные и региональные фонды ВК. Запрещается владеть более чем 30% капитала фондов в пределах лимита 12 млн евро. В рамках этой программы было создано десять новых фондов ВК.

В период 2002–2005 годов был организован Фонд соинвестирования в молодые предприятия, который должен был принимать миноритарное участие в технологических предприятиях не старше 7 лет вместе с инвестиционными фондами, учрежденными в странах-членах Евросоюза. Фонд инвестировал на тех же условиях, что и частные инвесторы. Около 90 млн евро было инвестировано в 50–60 предприятий. После того как инвестиционный период завершился в 2005 году, деятельность фонда сконцентрировалась на мониторинге своих инвестиций и управлении ими.

Для инвестиций в SMEs существует 25%-ная налоговая льгота, применяемая в том случае, если доли участия не проданы в течение 5 лет. Это условие распространялось на инвестиции, осуществленные в 2007 году посредством холдингов. Налоговая льгота имеет верхний предел, равный 5000 евро в год (относится к инвестициям на сумму не более 20 тыс. евро). Сумма, превышающая лимит в 5000 евро, может быть вычтена из налогов, выплаченных в течение четырех финансовых лет после инвестиции, что приводит к суммарной льготе размером 25 тыс. евро, распределенной на протяжении пяти лет.

Национальной Ассамблеей был одобрен новый финансовый стимул, ожидающий сейчас своего утверждения в Сенате Франции. Он относится ко всем лицам, выплачивающим дополнительный подоходный налог (*Impôt sur la fortune*). Указанные лица смогут не включать в налогооблагаемую сумму 75% от суммы инвестиций в незарегистрированные на биржах SMEs, но не превышая 50 тыс. евро в год.

В 2006 году был создан инвестиционный фонд *France Investissement* для консолидации всех фондов фондов, управляемых CDC-



Enterprises. В течение следующих шести лет он инвестирует около 2 млрд евро государственных денег на рыночных условиях. Кроме того, через установление партнерских отношений с частными фондами фондов создается среда для инвестирования в фирмы ВК частных средств на сумму 1 млрд евро. Каждая сторона обязалась придерживаться определенных условий инвестирования, главным образом касающихся того, что инвестиции должны быть направлены на исправление неэффективности работы рынка.

### 3.7. Германия

Развитие рынка ВК в Германии было, по сути, связано с изменением отношения к предпринимательству в стране и сдерживалось длительным преобладанием системы кредитования немецкими банками. Опыт Германии подчеркнул значение взаимосвязи ролей предпринимателей, денег и возможностей осуществить выход и показал, что утрата таких связей может сделать неэффективными политические меры, направленные на поддержку индустрии ВК. Недостаточное количество предпринимателей высокого уровня и средств поощрения предпринимателей сыграло решающую роль в неуспехе первых фондов венчурного капитала в Германии во второй половине 1970-х и начале 1980-х годов, а также отразилось в низкой эффективности только что созданного в 1987 году рынка для компаний, получивших венчурные инвестиции (Geregelter Markt)<sup>182</sup>. Только лишь через 10 лет, возможно, в контексте растущего увлечения в Евросоюзе предпринимательством, картина изменилась. Наряду с созданием программ по улучшению финансового окружения для предприятий ранних стадий, Германия активно поддерживала создание таких предприятий, в особенности компаний-стартапов, рождавшихся в стенах научно-исследовательских институтов. Например, программа EXIST<sup>183</sup>, начавшая действовать в 1997 году, была призвана улучшить отношение к предпринимательству в вузах Германии и увеличить число организуемых в них стартапов. К 2006 году 20 регионов вступили в число партнеров EXIST, осуществляя

---

<sup>182</sup> Becker and Hellman (2003).

<sup>183</sup> [www.exist.de](http://www.exist.de).

обширную деятельность по созданию кооперации между учебными, исследовательскими, экономическими и политическими организациями, которая должна была послужить делу мотивации, развития и поддержки предпринимательства, а также оказать финансовую и профессиональную поддержку в развитии бизнес-идей студентам, выпускникам или исследователям вузов этих регионов.

После 2001 года на немецком рынке ВК начался заметный спад, причем уровень частного инвестирования в компании ранних стадий сильно понизился<sup>184</sup>. Правительство понесло значительные потери из-за своих программ поддержки. К тому же, закрытие рыночного сегмента Neuer Markt в 2003 году еще больше усугубило тяжелое положение индустрии ВК. Тем не менее правительственные инициативы быстро отреагировали на новые условия. Сектор Entry Standard, созданный в 2005 году на Франкфуртской фондовой бирже (Deutsche Börse) в качестве рыночной площадки для SMEs, показал отличный уровень деятельности.

Возможно, самой выдающейся программой в Германии явилась программа развития венчурного инвестирования в технологии (ВТУ)<sup>185</sup>, которой было доверено осуществить быстрое развитие рынка ВК в Германии<sup>186</sup>. Эта программа активно работает с 1990 года и была несколько раз пересмотрена в связи с необходимостью соответствовать изменениям, происходящим на рынке финансирования ранних стадий. В начале своей деятельности программа ВТУ занималась решением проблемы нехватки в Германии венчурного капитала для фирм, ориентированных на стартапы и малые технологические компании (technology-based firms, TBFs). Преследуя цель снижения уровня рисков для инвесторов и управляющих венчурными инвестициями в TBFs, эта программа предлагала два типа поддержки: (1) соинвестирование – инвестиционное агентство TBG<sup>187</sup> инвестировало в TBFs, причем частный инвестор вкладывал такую же сум-

<sup>184</sup> В 2003 году уровень частного венчурного инвестирования на посевной и стартап стадиях упал от 1,6 млрд евро до 300 млн евро. (Источник: TrendChart Newsletter, January 2005).

<sup>185</sup> Beteiligungskapital für Technologieunternehmen.

<sup>186</sup> Lehrer (2000).

<sup>187</sup> Technologie-Beteiligungsgesellschaft.

му денег; (2) рефинансирование – банк KfW Bank<sup>188</sup> предоставлял ссуды с небольшими процентами для рефинансирования венчурных инвестиций в новые TBFs<sup>189</sup>. Объем венчурного капитала, мобилизованного в рамках выполнения программы VTU, вырос от 90 млн евро в 1990 году до 234 млн евро в 1997 году, 404 млн евро в 1998, 650 млн евро в 1999 и 1,1 млрд евро в 2000 году.

В 2001 году начала работать программа «VTU – ранние стадии», специфически нацеленная на стартапы «от науки». В рамках этой программы TBFs предоставлялся предпосевной и посевной венчурный капитал в форме акционерного капитала в размере до 150 тыс. евро. Отобранные компании работали вместе с «инвестором-наставником», при этом поощрялось привлечение и других инвесторов. По некоторым оценкам, около 75% венчурных инвестиций ранних стадий, направленных в TBFs в конце 1990-х годов, были профинансированы по программе VTU. По единодушной в то время оценке, программа VTU сделала свой прямой вклад в превращение Германии в регион с самым быстрорастущим сектором технологий ранних стадий в Европе и динамично развивающимся рынком частного венчурного капитала.

В виде ответной реакции на упадок рынка ВК после 2001 года, федеральное правительство в 2004 году внесло изменения в свои программы, касающиеся венчурного инвестирования. Был создан новый государственный фонд венчурного капитала – ERP-Start-Funds, управляемый KfW, – для обеспечения начальным капиталом молодых технологически-ориентированных компаний совместно с частными ведущими инвесторами. Новый фонд занял место бывшей программы VTU и стал заниматься исключительно соинвестированием с частными фирмами ВК.

В 2005 году германское правительство и KfW создали, в рамках инициативы «Партнеры для инноваций», Фонд высокотехнологических стартапов (High-Tech Start-Up Fund), представлявший собой частно-государственное партнерство между BASF, German Telekom

<sup>188</sup> Kreditanstalt für Wiederaufbau.

<sup>189</sup> TBG и KfW слились в 2001 году.

и Siemens. Программа занимается исключительно посевной и стартап стадиями, которыми венчурные инвесторы редко интересуются, и предлагает венчурные инвестиции (до 500 тыс. евро) основателям технологических компаний-стартапов. Главными целевыми компаниями являются компании-спиноффы из государственных научно-исследовательских институтов. За пятилетний период для этой программы были переданы 262 млн евро, причем 240 млн евро поступило из федерального бюджета. В 2006 году к программе присоединились еще три партнера из частного сектора (Daimler, Carl Zeiss, Bosch), увеличив при этом капитал до 272 млн евро. Частные партнеры предоставляют компаниям-стартапам не только свои средства, но и сети своих рабочих контактов.

Также в 2005 году был создан фонд фондов ERP-EIF Dachfond, общий капитал которого на сумму 500 млн евро был совместно финансируван ERP Funds и EIF и находился под управлением EIF. Объектами его деятельности являются венчурные фонды, предназначенные для технологических компаний ранних стадий развития, располагающихся в основном в Германии. Поддерживаемые фонды имеют инвестиционный период до 5 лет и период изъятия капиталовложений до 10 лет. Главной целью программы является поддержка создания и финансирование фондов венчурного капитала, специализирующихся на находящихся на ранних стадиях и развивающихся технологических компаниях Германии. Другой целью является обеспечение капиталом фондов, которые предоставляют последующее финансирование этим технологическим компаниям. В управлении программой EIF выступает как равный во всех отношениях опорный инвестор, принимающий в среднем 30%-ное участие в фонде. В конце 2006 года ERP-EIF Dachfond вложил 213 млн евро в восемь фондов, что помогло мобилизовать дополнительно 912 млн евро от частных инвесторов<sup>190</sup>.

---

<sup>190</sup> EIF (2006).

### 3.8. Греция

В 2001 году была создана программа поддержки молодых предпринимателей с целью оказания финансовой помощи молодым людям (18–36 лет), создающим новое предприятие. Им предоставляется финансирование на суммы от 30 000 до 150 000 евро на оплату организационных расходов. Общий бюджет этого мероприятия составляет 127 млн евро.

Правовая база для венчурного капитала начала формироваться относительно недавно. В результате реформы 1995 года были введены поощрительные стимулы размером до 20% от суммы инвестиций в высокотехнологические компании. В 2002 году были введены новые регуляторные постановления в поддержку дальнейшего развития индустрии ВК, с выделением новой структуры – AKES, являющейся закрытым фондом ВК, организованным по типу партнерства. Вознаграждение управляющим и удерживаемое вознаграждение освобождены от налога на добавленную стоимость (VAT), также не облагается налогом реинвестированная корпоративная прибыль.

Новый Фонд экономического развития (TANEO) был организован в 2001 году, и его задачей является создание финансовой прибыли, а также развитие в кратчайшие сроки индустрии ВК и поддержка экономики Греции путем инвестирования в греческие фонды прямых инвестиций. Он был структурирован с помощью Westport Private Equity – группы фондов фондов Соединенного Королевства, и мобилизовал в 2003 году 150 млн евро, из которых 105 млн евро пришли из зарубежных инвестиционных организаций и от частных греческих инвесторов, а 45 млн евро поступили от правительства Греции. TANEO инвестирует в фонды всех типов, от венчурного инвестирования ранних стадий до выкупов, и предлагает инвесторам государственные гарантии. Он уже осуществил инвестиции в четыре фонда ВК. Фонд пережил кризис руководства после смены правительства в 2004 году. В 2006 году приступил к своим обязанностям новый совет директоров, и в 2007 году деятельность фонда была переориентирована в сторону SMEs.

В 2005 году было объявлено о создании фонда Digital Leap Fund. Этот спонсируемый государством фонд располагает капиталом на сумму около 100 млн евро, которые он должен инвестировать в 30–50 компаний в течение двух лет.

### 3.9. Ирландия

Начиная с 1985 года, Ирландия осуществляет Схему расширения бизнеса (Business Expansion Scheme, BES) и Схему посевного капитала (Seed Capital Scheme, SCS). Эти мероприятия предлагают налоговые льготы отдельным лицам, которые инвестируют в частные компании. Схема SCS предназначена для людей, начинающих новые предприятия на свои собственные средства (например, если инвестор и предприниматель – одно и то же лицо) и предлагает им возврат платежей из ранее уплаченных налогов. Обе схемы недавно были обновлены для работы в предстоящем семилетнем периоде (до сентября 2013 года), при этом лимит инвестора увеличился от 31 750 до 150 000 евро для BES и от 31 750 до 100 000 евро для SCS.

Ирландский Совет по торговле и технологии – ирландское государственное агентство по развитию предпринимательства (Enterprise Ireland) – был основан в 1998 году в целях стимулирования развития ирландских компаний путем обеспечения финансовой и иной поддержки. Этой организацией проведен в жизнь ряд инициатив для исправления недостатков венчурного инвестирования инноваций, особенно на посевных и ранних стадиях развития предприятий. Государство придерживалось роли катализатора и/или соинвестора с источниками финансирования из частного сектора. За время работы этой программы объем венчурного инвестирования ранних стадий в Ирландии увеличился от менее чем 1 млн евро в 1995 году до 36 млн евро в 2005 году. Почти все инвестиции ранних стадий были сделаны фондами-партнерами Enterprise Ireland.

Организованное Евросоюзом Мероприятие по посевному и венчурному капиталу (Seed and Venture Capital Measure, 1994–1999) было нацелено на создание фондов ВК для обеспечения акционерным

капиталом молодых ориентированных на рост предприятий Ирландии. Было создано 16 фондов ВК (3 в 1996 году, 6 в 1997, 4 в 1998 и 3 в 1999 году), 15 из которых осуществляли инвестиции до конца 2005 года<sup>191</sup>. В соответствии с этой программой, агентством Enterprise Ireland было распределено 43,9 млн евро, которые привлекли частные обязательства по капиталу на сумму 104 млн евро. К концу 2005 года из всех имеющихся средств 125 млн евро было инвестировано в 174 компании<sup>192</sup> (78% капитала было инвестировано в компании ранних стадий). Хотя Enterprise Ireland управляет этой программой, все инвестиционные решения принимаются управляющими частных фондов ВК.

В рамках программы по посевному и венчурному капиталу (2000–2006 годы) Enterprise Ireland зарезервировало капитал на сумму 98 млн евро для инвестирования его в 15 фондов с целью продолжения развития рынка ВК для SMEs Ирландии. К концу 2005 года Enterprise Ireland осуществило инвестиции на сумму 50,5 млн евро, тогда как суммарный капитал фондов составлял 408,3 млн евро. До конца 2005 года эти фонды инвестировали 186 млн евро в 123 компании; 90% от этих инвестиций (как первичных, так и последующих) составляли инвестиции ранних стадий<sup>193</sup>.

Начиная со второй половины 1990-х годов, Enterprise Ireland руководило также реализацией программы Центра бизнес-инкубаторов, созданной для развития и распространения на университетские городки благоприятных условий инкубаторов. По этой программе уже создано 19 инкубаторов (16 в технических институтах и 3 в университетах) и 6 специальных био-инкубаторов. Общая сумма инвестиций в мероприятия по университетским городкам превысила 46 млн евро<sup>194</sup>.

---

<sup>191</sup> Один фонд не сделал ни одной инвестиции и был ликвидирован.

<sup>192</sup> Источник: Enterprise Ireland (2005).

<sup>193</sup> Там же.

<sup>194</sup> Источник: Department of Enterprise, Trade and Employment.

### 3.10. Италия

Программа создания инкубаторов для компаний-стартапов была основана в 2000 году в целях поддержки инновационных предприятий путем их финансирования и оказания им технической помощи. Это мероприятие охватывает следующие виды деятельности: технико-экономическое обоснование проекта, содействие в создании инфраструктуры, организационная и финансовая помощь, обучение, техническая оценка проектов. Инкубаторы отбираются путем проведения конкурсов, последний из которых состоялся в 2005 году. Общая сумма в 22 млн евро в виде грантов была субсидирована в рамках этой программы.

В 2005 году был создан Фонд для предоставления рискового капитала малым и средним предприятиям, работающим в высокотехнологических секторах (High-tech Fund for SMEs). Объектами финансирования со стороны этого фонда являются высокотехнологические компании-стартапы, венчурные капиталисты и институциональные инвесторы Южной Италии. Бюджет фонда на период 2005–2007 годов составлял 100 млн евро.

Министерство производственной деятельности Италии (MAP) создало в 2003 году программу поддержки инновационных проектов и помощи созданию и развитию предприятий, работающих в высокотехнологических секторах. MAP предоставляет финансы посредникам (банкам, финансовым компаниям, компаниям, финансирующим инновации), которые инвестируют в инновационные компании путем покупки неконтрольных долей акций на срок владения до 7 лет. Бюджет программы составляет 204 млн евро.

Гарантийный фонд для SMEs, работающих в сфере цифровых технологий (Guarantee Fund for Digital Technologies SMEs), был создан в 2005 году в целях продвижения инноваций путем применения цифровых технологий. Предоставляемые гарантии являются прямыми, ясными, безоговорочными и окончательными и распространяются на произведенные в указанные SMEs инвестиции на сумму до 200 тыс. евро.



Фонд для финансирования предпринимательства (Fund for Entrepreneurial Finance) был организован в 2007 году с первоначальным капиталом для размещения на сумму 50 млн евро, которая должна увеличиться до 150 млн евро в 2009 году. Фонд предоставляет финансовые гарантии в обмен на доли участия в высокотехнологических предприятиях и некоторых других SMEs, работающих в приоритетных областях. Кроме того, был организован фонд фондов, действующий в Южной Италии.

### 3.11. Нидерланды

История развития индустрии ВК Нидерландов интересна тем, что в 1995 году был зарегистрирован высочайший пик венчурного инвестирования ранних стадий, и в начале 1990-х годов – его заметный спад. Действительно, голландский рынок ВК являлся одним из наиболее динамично развивавшихся во второй половине 1980-х – первой половине 1990-х годов<sup>195</sup>. Правительство сыграло решающую роль в подъеме и падении голландского рынка ВК. В 1980 году был частично снят существовавший тогда запрет голландским банкам делать прямые инвестиции в акционерный капитал, что позволило этим банкам инвестировать в венчурный капитал. Например, в 1992 году большая часть венчурного капитала была предоставлена банками (32%) и государством (22%)<sup>196</sup>. Вторичная фондовая биржа (Amsterdam Parallel Market) была открыта в 1982 году и проявила высокую активность по IPO в середине 1980-х годов, после чего в 1993 году была закрыта – только по причине возникновения у нее плохого имиджа вследствие поступления некоторых негативных новостей в начале 1990-х годов<sup>197</sup>.

Самой значительной за тот период государственной программой явилось введение в 1981 году Гарантийного соглашения для частных партнеров<sup>198</sup>. В рамках этого соглашения фирмам ВК предо-

---

<sup>195</sup> Подробный обзор развития голландского рынка ВК можно найти в публикации Broower and Hendrix (1998).

<sup>196</sup> Там же.

<sup>197</sup> Там же.

<sup>198</sup> Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen.

ставлялась 50%-ная компенсация убытков, которые имели место в результате выхода из венчурной инвестиции в пределах 10 лет после ее осуществления. Много частных фирм ВК было создано после того, как в 1986 году максимальная сумма гарантии была поднята до 4 млн голландских гульденов на сделку, что привело к целой волне компенсационных выплат. В 1988 году были запрещены выходы из инвестиции в пределах одногодичного срока. В 1990 и 1991 годах бюджет программы был уменьшен, и она закончила свое существование в 1995 году. Хотя программа и сделала свой вклад в развитие венчурного инвестирования в Нидерландах, она не сумела создать самоподдерживающуюся индустрию ВК; отсюда и уменьшение активности этой индустрии после закрытия программы.

Еще одним способствующим этому фактором явилось преобладание в тот период «вечнозеленой» структуры голландских венчурных фондов<sup>199</sup>. Такая структура оказывала постоянное давление на краткосрочную деятельность венчурных капиталистов, что приводило к перегреванию вторичной фондовой биржи и, в результате, к появлению сомнений относительно качества зарегистрированных компаний. Кроме того, возможно, она позволяла быстрее распознать возникновение обеспеченных гарантиями убытков, повышая таким образом расходы государства на обеспечение предоставленных им гарантий и соответственно ускоряя окончательное закрытие этой гарантийной программы. Вместе с прекращением деятельности многих малых частных фирм ВК, после 1995 года концентрация индустрии венчурного инвестирования значительно возросла, что привело к перемещению основной инвестиционной активности с ранних стадий к более поздним стадиям развития предприятий.

С 1994 года начала функционировать схема гарантий по кредитам для малых и средних предприятий (SME Credit Guarantee), стимулируя обеспечение кредитами этих предприятий. Министерство экономики (EZ) дает гарантии по части кредитов, предоставляемых банками малым и средним предприятиям, с максимальной величиной обеспеченного гарантиями кредита – 1 млн евро на 1 SME. Гарантия по кредиту обычно длится шесть лет (или 12 лет, если

---

<sup>199</sup> Там же.

это касается недвижимости). Взамен за предоставленные гарантии банк выплачивает Министерству комиссионные (от 2% до 6%). Для компаний-стартапов Министерство может гарантировать большую часть кредита. Ежегодно получают гарантии около 3000 предпринимателей. Европейский инвестиционный фонд (EIF) участвует в этой схеме. Гарантии по кредиту могут осуществляться через банк, предоставляющий кредит. В настоящее время общая сумма предоставленных гарантий приближается к 530 млн евро.

Программа «Технопартнер» (TechnoPartner) была введена в действие в 2004 году с целью расширения и улучшения поддержки технологически-ориентированных стартапов («technostarters») путем создания для них лучшего климата в стенах и за пределами вузов. Программа обеспечивает стартапам разносторонние услуги, в том числе: (1) посевное финансирование посредством специально созданных Фондов инвестиционных компаний для малого бизнеса (SBICs); (2) субсидии на использование знаний (SKE), которые предоставляют как посевное финансирование потенциальным «техностартерам», так и услуги по патентованию для вузов, чтобы повысить профессиональный уровень патентования в этих учреждениях; (3) проведение сертификации «техностартеров» для получения ими банковского кредита в рамках Схемы гарантий по кредиту для SMEs; (4) предоставление «техностартерам» информации и специальных знаний, включая чтение курса лекций по предпринимательству в Академии «Технопартнер».

В 2004 году была введена в действие пилотная программа грантов (Valorization Grants), повторяющая программу SBIR в США и предназначенная для ее эффективного внедрения в вузах Голландии. Пилотная программа будет работать в течение пяти лет и, если ее оценят положительно, будет трансформирована потом в окончательную схему. В рамках этой программы исследователи в университетах могут подать заявку на грант для создания компании-спиноффа на базе государственного вуза, а с 2006 года могут подавать заявки и SMEs. Грант можно использовать на анализ рынка, разработку прототипа, повышение профессионального уровня, защиту прав на интеллектуальную собственность и т.д. Грант дается в два этапа: (1)

технико-экономическое обоснование проекта, на сумму не более 25 тыс. евро; (2) фаза развития, на сумму до 200 тыс. евро на два года. Третья фаза – коммерциализации проекта – должна финансироваться из средств частных инвесторов. Заявку на вторую фазу можно подавать только после полностью завершенной первой фазы с положительным результатом. Для этой пилотной программы предусмотрен бюджет на сумму 1,3 млн евро в год.

### 3.12. Португалия

Первые инициативы по созданию индустрии ВК в Португалии начались сразу после ее вступления в члены Евросоюза и были связаны с планами по промышленному развитию страны. Самые первые фонды, учрежденные правительством Португалии, больше были похожи на «лечебницы для компаний», а не на фирмы ВК<sup>200</sup>. Только после смены их ориентации в 1999 году они стали больше концентрировать свое внимание на поддержке предприятий с высоким потенциалом.

В результате проведенной в 2001 году реорганизации общественных фондов ВК, один из двух государственных венчурных фондов, PME Capital, начал заниматься исключительно финансированием ранних стадий. Он управляет несколькими региональными и специализирующимися на разных секторах фондами, которые предоставляют финансовую поддержку стартапам или малым предприятиям с высоким потенциалом роста. Его суммарный капитал составляет 79 млн евро.

Направленные на поддержку венчурного инвестирования политические инициативы начались в Португалии сравнительно недавно – в 2002 году. Регулирование деятельности в сфере ВК было упрощено и ослаблено в 2002 году, причем были снижены требования и к капиталу, и к отчетности. Кроме того, были введены некоторые налоговые льготы для инвестирования венчурного капитала. Также наступили улучшения и в отношении мобилизации капитала: были

---

<sup>200</sup> OECD (2003), Venture capital policy review: Portugal.

снижены ограничения, налагаемые на пенсионные фонды в плане прямого инвестирования в акционерный капитал.

Программа новых технологических предприятий (NEST)<sup>201</sup> была создана в 2002 году для осуществления финансовой поддержки создания, ввода в действие и развития технологически-ориентированных фирм, которые были тесно связаны с отечественными научно-техническими учреждениями и обладали высоким потенциалом развития своих технологических возможностей. Программа способствует получению посевного финансирования от фондов ВК на развитие проектов, предоставляя частным инвесторам гарантии по акционерному капиталу.

Инициатива NEOTEC была запущена в 2004 году с целью обеспечения посевного финансирования для создания новых технологических предприятий в сфере информационно-телекоммуникационных технологий (ICT) на основании конкурсов идей.

В 2006 году программа FINICIA начала свою работу в направлении облегчения компаниям доступа к акционерному капиталу и кредитам через организацию частно-государственного партнерства для предоставления финансирования инновационным или недавно возникшим малым компаниям на ранних стадиях развития. Программа нацелена на содействие развитию инновационной и предпринимательской культуры, а также на стимуляцию трансфера технологий в университетах. Она является единственной схемой соинвестирования для португальских бизнес-ангелов. Программа содействует долговому финансированию, предоставляя гарантии со стороны государства компаниям взаимных гарантий, которые занимаются обеспечением долга предприятий-реципиентов. Также она осуществляет прямые инвестиции через венчурный фонд FINICIA, который действует на региональной платформе (университеты, инкубаторы и региональные партнеры) и инвестирует в пределах 250 тыс. евро. Программа пользуется широкой известностью среди университетов, инкубаторов, банков, компаний взаимных гарантий и фирм ВК. За первый год своей работы FINICIA мобилизовала капитал на общую

---

<sup>201</sup> NovasEmpresas de Suporte Tecnológico.

сумму 96 млн евро (10 млн евро в акционерном капитале и 86 млн евро в виде долгового капитала), помогла стартовать 111 компаниям, содействовала инвестициям на сумму 17 млн евро и создала 381 новое рабочее место.

### 3.13. Испания

Деятельность в сфере венчурного инвестирования началась в Испании в начале 1970-х годов, когда ассоциации промышленного развития (SODI)<sup>202</sup> использовали общественные средства для инвестирования в компании на ранних стадиях развития в попытках оживить менее развитые регионы. Испания пользовалась также услугами европейских фондов вслед за своим вхождением в Евросоюз в 1986 году, а также получила существенные вливания международного частного капитала несколькими годами позже.

В 1999 году испанское правительство положило начало серии инициатив, направленных на укрепление технологического сектора страны и увеличение финансирования ранних стадий. Сюда входили не только налоговые льготы для фирм ВК, но и специальные программы. Была введена в действие программа стимулирования исследований в области техники (PROFIT)<sup>203</sup> с целью поддержки инновационных предприятий путем прямых субсидий и малых беспроцентных ссуд, возвращаемых в течение 15 лет, для технологически-ориентированных проектов на начальной (концептуальной) стадии их развития. Эти посевные ссуды были предназначены для превращения идей в реальные бизнес-планы. В 2002 году PROFIT профинансировала более 4000 проектов.

Программа новых технологических фирм (NEOTEC)<sup>204</sup> была запущена в 2001 году для предоставления беспроцентных посевных ссуд на суммы до 300 тыс. евро потенциальным технологически-ориентированным фирмам. Ссуды не должны превышать 70% от бюджета проекта и должны быть возвращены по курсу 20% от де-

<sup>202</sup> Sociedades de Desarrollo Industrial.

<sup>203</sup> Programma de Fomento de la Investigacion Tecnica.

<sup>204</sup> Nuevas Empresas Tecnologicas.

нежного потока, как только реализуется прибыль. Кроме финансирования, НЕОТЕС дает консультации предпринимателям по вопросам управления и делится с ними своей сетью профессиональных контактов с университетами, исследовательскими центрами, школами бизнеса, региональными агентствами по развитию, инкубаторами и т.п.

В 2001 году была создана программа общественного венчурного капитала (Public Venture Capital), в соответствии с которой Национальная Инициатива по инновациям (ENISA) финансирует предпринимательские проекты новых технологически-ориентированных фирм. Средства предоставляются Министерством промышленности, туризма и торговли на льготных условиях. Министерство принимает на себя риск, связанный с невозможностью вернуть ссуду.

В 2002 году Министерство науки и технологий начало выдачу беспроцентных семилетних ссуд фондам ВК, инвестирующим в одобренные правительством проекты и компании. Чтобы соответствовать этим требованиям, компании должны быть частными, не старше 2 лет и не должны запрашивать более 100 тыс. евро государственной финансовой поддержки на трехлетний период. Ссуды могут быть в размере до 500 тыс. евро или 50% от общей суммы инвестиции, которая возрастает до 1 млн евро, если компания находится в сельской местности с развивающейся экономикой (по правилам Европейской Комиссии). По мере созревания инвестиции, ссуда должна быть возвращена с прибылью или убытком пропорционально доле инвестиции в текущей стоимости компании.

Центр инноваций и развития бизнеса (CIDEM)<sup>205</sup> является успешно работающей программой в Каталонии, управляемой каталонским правительством. Она была создана в 1985 году для предоставления прямых инвестиций в акционерный капитал и консультаций по вопросам управления компаниям-стартапам, а также для партнерства с частными инвесторами и фондами ВК. Она функционирует в качестве «финансового супермаркета» для стартапов и потенциальных инвесторов, предоставляя своим клиентам самые разнообразные

---

<sup>205</sup> Centre d'Innovacio i Desenvolupament Empresarial.

финансовые услуги: проведение технико-экономического обоснования проектов, финансирование, развитие проектов, их реализация и сопровождение. Деятельность программы реализуется посредством нескольких фондов и инициатив, направленных на все стадии развития компаний. В настоящее время CIDEM исполняет функции Федерации сетей бизнес-ангелов Каталонии, занимаясь в течение ряда лет организацией встреч потенциальных ангел-инвесторов с ищущими финансирования предпринимателями в регионе. Она также способствовала развитию в регионе десятков сетей бизнес-ангелов.

Программа «Трамплин для технологий» (Trampolines Tecnològics) организовала инкубаторы на базе пяти технических университетов и школ бизнеса с целью коммерциализации университетских исследований и ноу-хау. Эти инкубаторы созданы по модели аналогичных программ MIT и Стэнфордского университета. Государственный венчурный фонд Invertec осуществляет краткосрочные (до 10 лет) прямые инвестиции на суммы до 300 тыс. евро, составляющие от 5% до 49% всего акционерного капитала, в технологически ориентированные компании на посевной стадии развития. Его капитал, управляемый CIDEM и шестью университетами и школами бизнеса, составляет 6 млн евро. Цель этой программы – помочь компаниям, «инкубируемым» Trampolines Tecnològics, получить посевное финансирование. Фонд Internova осуществляет прямые инвестиции объемом от 300 тыс. до 1 млн евро в технологически ориентированные стартапы. Срок инвестиций до 10 лет, с максимальной долей участия в акционерном капитале компании – 49%. Капитал фонда составляет 20 млн евро, и его источниками являются CIDEM и инвесторы из частного сектора. CIDEM инвестирует также в независимо управляемые фонды ВК, специализирующиеся на различных инвестиционных стадиях.

### 3.14. Швеция

История шведской индустрии ВК прослеживается с 1970-х годов, когда были созданы первые венчурные фонды и региональные инвестиционные компании для предоставления компаниям-стартапам ссуд и прямых инвестиций. В число самых заметных первоначаль-



ных достижений Швеции в этой области входили создание в 1982 году внебиржевого рынка (ОТС) и энергичная работа главной фондовой биржи после финансовой либерализации в середине 1980-х годов. В середине 1990-х годов, после финансового кризиса начала 1990-х, были созданы три новых внебиржевых рынка для продажи и покупки «вторичных» (second-tier) акций, которые играли главную роль в финансировании развития растущих компаний, и создания путей выхода из инвестиций для шведских инвесторов. В 2002 году капитализация этих фондовых рынков, отнесенная к ВВП, превосходила величину данного показателя в США.

Шведское правительство играло важную роль в развитии отечественной индустрии ВК. Первый венчурный фонд Företagskapital был создан в 1973 году правительством в партнерстве с коммерческими банками. Во второй половине 1970-х годов были созданы региональные инвестиционные компании для оказания консультаций по вопросам управления и предоставления посевного финансирования малым предприятиям по модели программы SBIC в США. К середине 1980-х годов в Швеции насчитывалось 20 частных и 30 общественных небольших по размеру фондов ВК<sup>206</sup>. Вслед за периодом быстрого роста в 1980-х годах многие из этих фондов исчезли во время финансового кризиса начала 1990-х годов<sup>207</sup>.

Чтобы возродить рынок ВК, шведское правительство создало два инвестиционных фонда – Atle и Vure, с суммарным капиталом 6,5 млрд шведских крон для инвестирования в быстрорастущие стартапы. Однако по причине нежелания рисковать и отсутствия управленческого опыта эти фонды не сумели выполнить свою задачу и проинвестировали большую часть своего капитала в крупные компании на поздних стадиях развития. В 1993 году Atle и Vure были зарегистрированы для участия в торгах на Шведской фондовой бирже, и правительство продало там свою долю в этих фондах. В 2001 году Atle был куплен целиком фирмой 3i.

---

<sup>206</sup> OECD (2003), Venture capital policy review: Sweden.

<sup>207</sup> Karaomerlioglu and Dahlstrand (2000).

В 1996 году был организован Шестой Шведский национальный пенсионный фонд с целью обеспечения рискованного капитала для SMEs. У фонда был неограниченный мандат на инвестирование в шведский акционерный капитал, и сейчас он является одним из крупнейших отечественных венчурных инвесторов. В 1999 году были таким же образом смягчены правила и для других пенсионных фондов, что дало им возможность больше инвестировать в венчурный капитал.

Шведское Агентство по развитию бизнеса (NUTEK) ввело в 1990-х годах в действие несколько программ, нацеленных на предоставление финансирования ранних стадий проектам, направленным на технологическое развитие. Проведенная в 2002 году Статистическим агентством Швеции (Statistics Sweden) оценка работы программ NUTEK показала, что компании, получившие финансирование в 1996 году, уже к 2000 году в среднем удвоили свой годовой оборот и численность своих сотрудников<sup>208</sup>. В 2003 году при помощи финансирования грантами NUTEK поддержал создание в Швеции сетей бизнес-ангелов. В настоящее время Шведская Ассоциация прямого и венчурного инвестирования (SVCA) действует в качестве национального представительства сообщества сетей бизнес-ангелов в Швеции. Кооперация NUTEK совместно с другими организациями государственного финансирования реализовалась в 2000 году в ряде программ по венчурному инвестированию, перечисленных ниже.

Национальный фонд промышленного развития (Industrifonden) предоставляет компаниям посевное финансирование посредством своих трех региональных подразделений. Суммарный капитал этого фонда составляет 4 млрд шведских крон. Заявки на венчурное финансирование сперва подаются в NUTEK, который после первичного одобрения работает с компанией над созданием бизнес-плана и посылает его в свои региональные подразделения для одобрения запрошенного финансирования. Этот процесс является довольно трудоемким и требует больших временных затрат.

---

<sup>208</sup> OECD (2003), Venture capital policy review: Sweden.

Программа Центров по поддержке инноваций (SIC)<sup>209</sup> была разработана на период 1994–2004 годов с общим финансированием на сумму 500 млн шведских крон для поддержки представляющих коммерческий интерес инноваций на ранних стадиях развития.

Программа Фондов переходного финансирования в сфере технологий (Technology Bridge Funds) действовала до 2007 года и была направлена на поддержку технологически-ориентированных компаний-спиноффов в главных университетах Швеции. Семь независимых фондов с суммарным капиталом в 1 млрд шведских крон находятся в различных университетских городках Швеции.

В 2005 году была начата Национальная инкубаторная программа с целью увеличения числа новых шведских компаний, активно занимающихся исследованиями и разработками. Инкубаторы участвуют в развитии бизнес-идей и поддерживают компании в предпосевной фазе. Правительство рассматривает эти инкубаторы как «форумы мирового уровня», где современные коммерческие требования и сопутствующие им передовые знания и умения могут встретиться и вступить во взаимодействия с ведущими исследователями, инноваторами, инвесторами и предпринимателями.

### 3.15. Соединенное Королевство

В Соединенном Королевстве находится наиболее развитый в Европе рынок ВК, что отражает тесные связи Британии с США, благоприятные институциональные условия и совокупность государственных схем, нацеленных на стимулирование и поддержку венчурного инвестирования по всей стране путем участия во всех многочисленных аспектах цикла венчурного инвестирования и охвата множества стадий развития предприятий и регионов.

Соединенное Королевство является родиной самого активного фондового рынка акций «второго порядка» – Рынка альтернативных инвестиций (AIM). Он был организован в 1995 году для продажи и покупки акций молодых быстрорастущих компаний с менее стро-

<sup>209</sup> Stiftelsen Innovationscentrum.

гими требованиями для допуска к торгам и по меньшим ценам. В Соединенном Королевстве первый важный отклик со стороны политиков на потребности венчурного финансирования состоялся в виде учреждения в 1945 году Промышленно-торговой финансовой корпорации (ICFC), предшественника сегодняшней 3i<sup>210</sup>. Хотя инициативы правительства Соединенного Королевства в отношении малого бизнеса впервые имели место в первой половине 1980-х годов, программы, направленные именно на венчурное финансирование, были введены в действие лишь в 1995–2000 годах.

Параллельно созданию программ, нацеленных на улучшение финансовых условий для инновационных предприятий, Соединенное Королевство направило значительные усилия на увеличение количества инновационных предприятий. Например, программа, призванная решать проблемы предприятий, работающих в научной сфере (Science Enterprise Challenge), была организована в 1999 году для финансирования создания предпринимательских центров в университетах Британии и преследовала три главные цели: (1) стимулировать коммерциализацию исследований и новых идей высокого уровня, (2) способствовать развитию культуры научного предпринимательства в британских университетах и (3) централизованным путем внедрять обучение основам предпринимательства в учебные планы по научным и техническим дисциплинам учебных заведений Соединенного Королевства. В 2005 году программа переменяла направленность своего финансирования, которое стало поступать на оплату расходов по обучению предпринимательству в рамках учебных планов всех профилей. За период с 1999 года охват программы увеличился с 12 предпринимательских центров до более чем 64.

#### (а) Схемы по налогам и гарантиям

Старейшей программой, поддерживающей малое предпринимательство, является Схема гарантирования займов малых компаний (SBLG) Департамента торговли и промышленности (DTI). Она была создана в 1981 году в целях исправления такого положения

---

<sup>210</sup> OECD (2003), Venture capital policy review: United Kingdom.

на рынке, когда малые предприятия с достаточно перспективными бизнес-предложениями не могли получить финансирование из-за невозможности его обеспечения. С июня 1981 по март 2005 года было выпущено 97 тысяч гарантий на общую сумму 4,2 млрд фунтов стерлингов<sup>211</sup>. В декабре 2005 года SFLG изменила направленность своей деятельности и сфокусировалась на поддержке новых предприятий. Характерными чертами ее деятельности являются следующие:

- Гарантия заимодавцу, покрывающая 75% суммы займа, за которую заемщик выплачивает 2%-ное вознаграждение от суммы непокрытой части займа.
- Возможность гарантировать ссуды на суммы до 250 тыс. фунтов стерлингов в пределах 10 лет.
- Пользоваться гарантиями по этой схеме могут компании не старше пяти лет и с годовым оборотом не более 5,6 млн фунтов стерлингов.

В 1994 году начала работать Схема инвестирования в предприятия (Enterprise Investment Scheme, EIS), созданная для оказания помощи в мобилизации капитала определенным типам малых высокорисковых коммерческих компаний, не зарегистрированных на фондовых биржах. По этой схеме инвесторам предоставляются, при соблюдении определенных условий, скидки на подоходный налог и налог на прирост капитала:

- Скидка на подоходный налог, равная 20% от инвестиции размером до 400 тыс. фунтов стерлингов.
- Освобождение от налога на прирост капитала для инвестиций бизнес-ангелов.
- 40%-ная скидка с подоходного налога для потерпевших неудачу инвестиций.

---

<sup>211</sup> ДТИ (2005).

- Отсрочка налога на прирост капитала, если он реинвестирован в компании EIS.

Схема Трастов венчурного капитала (VCT) действует с апреля 1995 года. VCTs являются зарегистрированными на биржах компаниями, которые привлекают средства от индивидуальных инвесторов и инвестируют этот капитал в определенные компании. Отдельные лица, инвестирующие в VCTs, так же как и сами VCTs, пользуются разнообразными льготами в отношении подоходного налога и налога на прирост капитала. Для индивидуальных инвесторов скидка с подоходного налога относится как к дивидендам, полученным с акций VCT, так и к 20%-ной скидке на налог на инвестированную в VCT сумму при условии, что период владения акциями равен по крайней мере трем годам.

В 2000 году была введена в действие Корпоративная венчурная схема (Corporate Venturing Scheme) с целью поощрения венчурных инвестиций со стороны корпораций. Для того чтобы на нее распространялись указанные налоговые льготы, инвестирующая компания не должна владеть более чем 30% от капитала обыкновенных акций компании-эмитента, а валовые активы компании-эмитента, в свою очередь, не должны превышать 15 млн фунтов стерлингов. Налоговые льготы могут быть следующими:

- Вычеты из корпоративного налога размером в 20% от инвестируемой суммы при условии, что акции удерживаются в течение минимум трех лет.
- Отсрочка корпоративного налога на любые подлежащие обложению доходы при реализации инвестиции.
- Скидка на налог на прибыль, если реализованная инвестиция убыточна.

## (б) Прямое финансирование ВК

Программа университетских фондов посевного капитала (University Challenge Seed Funds) была создана в 1999 году для оказания помощи университетам в получении посевного финансирования, что, в свою очередь, способствовало бы превращению исследовательских идей в работающие предприятия. В 1999 году 45 млн фунтов стерлингов было размещено в 15 фондов, и еще 15 млн фунтов стерлингов было распределено в четыре новых фонда в 2001 году. Хотя эта программа больше не получала дополнительного финансирования, ее акцент на предоставлении посевного капитала университетским проектам явился основным принципом работы Фонда инноваций в сфере высшего образования (Higher Education Innovation Fund). В рамках этой программы в 2001 году было профинансировано 89 инвестиционных предложений, в 2004 – 124, и в 2006 – 11 новых предложений. Большая часть финансирования третьего раунда в 2006/2007 годах пошла к уже существующим реципиентам, чтобы обеспечить непрерывность их финансирования.

Инициатива по созданию Фонда предприятий (Enterprise Fund) была введена в действие в 1998 году с целью увеличения доступности финансов для малых компаний, а также для поддержки развития регионов. В добавление к гарантиям по займам, она оказывала помощь в финансировании посредством двух специализированных программ:

1. Фонд высоких технологий Соединенного Королевства был создан в 2000 году в качестве фонда фондов. Он мобилизовал капитал на сумму 126,1 млн фунтов стерлингов, причем финансирование поступило со стороны Департамента торговли и промышленности (ДТП), как опорного инвестора, а остальная часть капитала пришла от институциональных инвесторов. Фонд начал инвестировать в фонды ВК, специализирующиеся на инвестициях в высокотехнологические SMEs на ранних стадиях развития.
2. Программа региональных фондов венчурного капитала была введена в действие в 2000 году с целью создания сети фондов

ВК в девяти регионах Англии. Каждый из фондов должен иметь коммерческую направленность, находиться под управлением опытной управляющей команды и собирать существенный частный капитал для инвестирования. Каждый фонд должен мобилизовать капитал на сумму не менее 10 млн английских фунтов и управлять им. Фонды обязаны осуществлять первоначальные инвестиции объемом до 250 тыс. фунтов стерлингов и последующие инвестиции – также до 250 тыс. фунтов стерлингов. Европейский инвестиционный фонд EIF согласился инвестировать около 20% от максимальной суммы, записанной в программе. Фонды вводились в действие в 2001 и 2002 годах.

Венчурный фонд регионального развития (Community Development Venture Fund, CDVF) начал свою деятельность в мае 2002 года как фонд с объемом капитала 40 млн фунтов стерлингов. Его работа была нацелена на увеличение частного инвестирования в предприятия путем стимуляции предоставления венчурного инвестирования жизнеспособным и обладающим высоким потенциалом роста SMEs (и, соответственно, увеличение их прибыльности), расположенных в 25% наиболее отсталых регионах Англии. Бизнес-планы этих предприятий должны не только содержать обещания высокой прибыльности венчурных инвестиций, но и демонстрировать их пользу для развития конкретного региона в плане увеличения числа рабочих мест, количества товаров и услуг. Правительство планирует инвестировать до 20 млн фунтов стерлингов на основе соинвестирования в равных долях с инвесторами из частного сектора. Управляющая компания Bridges Community Ventures Ltd была назначена для управления работой этого фонда на коммерческой основе.

Программа фондов раннего развития (Early Growth Funds, EGF) была разработана для поддержки рискового финансирования стартапов и растущих компаний. Его задачей являлось увеличение доступности малых сумм рискового капитала – в среднем 50 тыс. фунтов стерлингов – для инновационных и наукоемких предприятий, а также для других растущих компаний. Каждый из этих фондов управлялся на чисто коммерческой основе, причем каждый фондовый менеджер отвечал за свой собственный подход к использо-



ванию капитала. Фонды осуществляли начальные инвестиции на максимальную сумму до 100 тыс. фунтов стерлингов. Для работы большинства фондов требовалось наличие параллельного инвестирования со стороны частного сектора. Все фонды EGF работали до марта 2004 года.

В 2005 году была введена в действие программа Фондов капитала для предприятий (Enterprise Capital Funds, ECFs) с общим бюджетом 200 млн фунтов стерлингов. ECFs устроены как коммерческие фонды, инвестирующие комбинацию из частных и общественных денег в малые быстрорастущие предприятия, которым требуется акционерное финансирование объемом до 2 млн фунтов стерлингов. Основные цели программы ECF заключаются в усилении притока частного капитала в акционерный капитал предприятий путем улучшения соотношения риска и доходности в интересах частных инвесторов, а также в уменьшении преград для участия венчурных капиталистов путем уменьшения суммы капитала, необходимого для создания жизнеспособного венчурного фонда. Из общего числа 45 заявок было создано 5 ECFs. В конце 2006 года начался второй раунд приема заявок, в котором дополнительные 100 млн фунтов стерлингов поступили в распоряжение еще трех фондов. В структуре фондов предусмотрено, что государство получает приоритетный фиксированный доход 4,5% годовых, а весь избыточный доход поступает к частным инвесторам и управляющим<sup>212</sup>.

### 3.16. Новые члены Евросоюза

За последние 15 лет в развитии экономик стран Центральной и Восточной Европы имели место переходные процессы, изменилась ориентация макроэкономической политики, была проведена гармонизация их институциональной структуры с аналогичной структурой стран-членов Евросоюза. Возникновение и развитие индустрии ВК в этих странах произошло сравнительно недавно. С развитием финансовых рынков и увеличением спроса на венчурное финансирование внимание политиков этих стран все больше стало обращаться

---

<sup>212</sup> Источник: DTI. <http://www.dti.gov.uk>.

на финансовые проблемы SMEs и на доступность финансирования ранних стадий развития инновационных предприятий. Работающие в этих странах программы являются новыми, и потенциальный эффект от их применения ограничен из-за их малых бюджетов и изолированной направленности. Однако реализация более эффективных программ затруднена из-за отсутствия необходимых условий для существования самоподдерживающегося цикла ВК.

Ряд программ принимает форму обычных инновационных фондов, предоставляющих гранты на развитие инновационных проектов с целью увеличения конкурентоспособности местной экономики. Примерами таких программ являются следующие: Национальный инновационный фонд [Болгарии](#), организованный в 2005 году<sup>213</sup>; программа финансирования исследований и разработок в [Эстонии](#), учрежденная в 2001 году с целью поддержки проектов прикладных исследований и технико-экономического обоснования развития продуктов, с общим бюджетом на 4,8 млн евро. В [Венгрии](#) с 2004 года осуществляется поддержка новых технологических наукоемких микропредприятий и компаний-спиноффов, на что выделяется общая сумма 6,6 млн евро. По этой схеме финансируются R&D новых стартапов, оперирующих в технологических и наукоемких секторах, и спиноффов, создающихся для использования результатов деятельности в области R&D в вузах. Начиная с 2004 года, в [Польше](#) предоставляются ссуды на реализацию инновационных инвестиций (суммарный бюджет – 3,5 млн евро) с целью оказания помощи предприятиям в повышении их конкурентоспособности и рыночной эффективности в деле инновационного предпринимательства – эти ссуды покрывают 75% оговоренных затрат (на сумму до 500 тыс. евро) и должны быть возвращены в течение шести лет. В 2001 и 2002 годах [Румыния](#) запустила две программы с суммарным бюджетом 16,7 млн евро для развития технопарков, а также для стимулирования коммерциализации изобретений в высокотехнологических областях. В [Словении](#) в 2006 году обрела жизнь новая инициатива

---

<sup>213</sup> В 2001 году Болгария приняла Национальную стратегию поддержки развития малого и среднего предпринимательства на 2002–2006 годы, в которой основное внимание направлено на улучшение финансового окружения и поддержку инноваций и технологического развития.

по финансированию учреждений, поддерживающих инновационную деятельность.

Некоторые программы предоставляют прямое финансирование SMEs с целью облегчения трудностей, которые испытывают такие предприятия в поисках внешнего финансирования. В соответствии с программой развития Progres в Чехии с 2005 года SMEs из отдельных секторов получают субординированные ссуды на реализацию своих бизнес-планов. Предполагается, что поддержанные проекты получают дополнительное финансирование от частных инвесторов. В Венгрии государственное учреждение – Венгерский национальный банк развития – с 2003 года участвует в прямом инвестировании в SMEs. Роль этого учреждения определена как повышение уровня поддержки SMEs (с определенными смещениями в методах финансирования в сторону прямых инвестиций в акционерный капитал) в рамках действующей программы конкурентоспособной экономики. В Латвии с 2002 года работает программа кредитования развития SMEs; ее общий бюджет составляет 28 млн евро и предназначается для содействия финансированию SMEs при помощи предоставления ссуд и гарантий. В Словении с 2001 года проводится финансовое обеспечение кредитов и гарантий для SMEs посредством Фонда поддержки предпринимательства (SEF). Цель этого фонда – облегчить SMEs доступ к подходящим источникам финансирования, чтобы усилить их ориентацию на развитие и быстрый рост и ускорить создание новых инновационных компаний.

В Словакии в начале 1990-х годов был учрежден фонд фондов, координирующий деятельность созданных в рамках программы PHARE фондов, с целью стимулирования развития сектора малого и среднего бизнеса. В настоящее время он управляет восемью фондами, различающимися по своей географической направленности или по стадиям развития своих целевых компаний; к настоящему времени он профинансировал более 120 компаний. Фонд стартового капитала владеет неконтрольным пакетом акций (10–40%) и предлагает SMEs ссуды на стадиях посевной, стартап и расширения. Последнее добавление к набору финансовых услуг, предлагаемых этой организацией, – создание Фонда посевного капитала, который

инвестирует исключительно в предприятия на посевной стадии развития. Для него допускается владение контрольным пакетом акций в профинансированной им компании. В то время как представители частного сектора присутствуют в инвестиционном комитете фонда, сами проинвестированные средства происходят исключительно из государственных источников.

Другие программы предлагают SMEs гарантии в случае их финансирования частными инвесторами. В 2001 году [Болгария](#) учредила у себя Гарантийный фонд микрокредитования (с общим бюджетом на 30 млн евро), предназначенный для облегчения компаниям-стартапам доступа к финансированию. Программа Zaruka, запущенная в 2005 году в [Чехии](#), нацелена на помощь SMEs в реализации их бизнес-планов и на повышение их конкурентоспособности путем гарантирования банковских займов, лизинга, венчурных инвестиций, операционных займов и т.д. В [Литве](#) с 2001 года стартапы и молодые инновационные предприятия могут получить долговое финансирование при помощи Схемы гарантий инвестирования и бизнеса. Максимальная сумма, покрываемая гарантиями, составляет 80% (для займов на инвестиции) и 50% (для займов на рабочий капитал) от суммы займа, причем SME выплачивает только 1–1,5%-ное вознаграждение за пользование гарантиями, а остальная часть этого вознаграждения субсидируется государством. В марте 2004 года литовская компания с ограниченной ответственностью INVEGA подписала договор о встречных гарантиях с EIF в рамках Многолетней программы для предприятий и предпринимательства (MAP).

Некоторые программы занимаются организацией технологических инкубаторов. Программа поддержки инкубаторов для предприятий [Эстонии](#) была создана в 2004 году. Она финансирует проведение технико-экономического обоснования организации инкубаторов (на суммы до 6400 евро или максимум 80% от соответствующих затрат) и развитие предоставляемых инкубаторами услуг (до 192 тыс. евро или максимум 75% от соответствующих затрат). В [Венгрии](#) в 2005 году начала работать программа BIOINKUB с бюджетом 3,8 млн евро с целью организации образцового биотехнологического инкубатора. Она поддерживает инвестиции в создание инкубаторных центров

для биотехнологических SMEs. Эти центры должны функционировать независимо друг от друга и обеспечивать благоприятную среду для исследований и разработок, проводимых опекаемыми ими предприятиями, стимулируя развитие новых продуктов, процессов и услуг, а также способствуя росту этих предприятий. Проект состоит из двух фаз. В первой фазе претендент на создание инкубатора должен в течение двух лет развить определенную инфраструктуру, используя предоставляемые средства. Во второй фазе центр управляет работой инкубатора в течение пяти лет. В 2002 году [Словения](#) запустила программу поддержки развития бизнес-инкубаторов в университетах с целью завязать связи между студентами и профессорами университетов, с одной стороны, и внешними источниками капитала и других необходимых услуг – с другой.

Программы поддержки посевных или венчурных инвестиций встречаются относительно редко. В 2004 году [Латвия](#) начала программу поддержки венчурного инвестирования SMEs, чтобы укрепить финансирование инновационных стартапов при помощи соинвестирования со стороны государства. Латвийское Гарантийное агентство предоставляет инновационным SMEs гарантии по кредитам, а также функционирует в качестве фонда фондов в рамках государственной программы поддержки венчурного инвестирования, которая была одобрена Европейской Комиссией в январе 2005 года. LVG инвестировал 14,5 млн евро в три фонда (три четверти от этой суммы поступили от Евросоюза). Процесс мобилизации капитала на сумму 15 млн евро из частного сектора завершился в ноябре 2006 года с намерениями осуществить инвестицию до 2008 года. Доходы, которые может получить государство, ограничены шестью процентами от инвестированного капитала, при этом вся прибыль сверх этой суммы пойдет к частным инвесторам. В то время как государство определяет общие инвестиционные правила, конкретные решения по поводу компаний – потенциальных реципиентов инвестиций – принимаются частными менеджерами.

[Польша](#) запустила в 2004 году ряд инициатив по улучшению доступа к внешним источникам финансирования в составе секторной оперативной программы (Sectoral Operational Program) повы-

шения конкурентоспособности на 2004–2006 годы. В рамках этих мероприятий предоставлялся капитал: (1) фондам микрокредитов, (2) гарантийным фондам и (3) фондам посевного капитала. Кроме того, в 2005 году Польша санкционировала создание Национального фонда капитала для «предоставления финансовой поддержки фондам рискового капитала, которые осуществляют инвестиции в предприятия, созданные на территории Польской Республики, и особенно – в инновационные или занимающиеся исследованиями и разработками»<sup>214</sup>. Его целью является капитализация посевных фондов и возмещение некоторых из их текущих расходов. Это мероприятие будет длиться в период 2007–2013 годов, и на него предполагается потратить до 1,5 млн евро – сумма, из которой фонды, получившие эту поддержку, смогут инвестировать в предприятия. Общий бюджет для этих инициатив, равный 180 млн евро, был составлен на основе предварительных результатов 2004–2006 годов.

В 1999 году Европейский Банк реконструкции и развития (EBRD) совместно с Европейской Комиссией, используя структуру Специального Фонда для финансирования SMEs, разработали систему инициатив, касающихся прямого инвестирования в Центральной и Юго-Восточной Европе. Главной целью этой программы явилась поддержка малых независимых фондов, инвестирующих в малые предприятия (максимальный размер сделки не превышал 1 млн евро). В ходе осуществления этой программы было создано четыре фонда на общую сумму зарезервированного капитала 61 млн евро. В конце 2006 года портфель прямых инвестиций этих четырех фондов состоял из 26 млн евро, инвестированных в 27 компаний, причем некоторые из них находились на ранних стадиях развития. Европейская Комиссия также организовала Фонды технической кооперации, которые должны оказывать помощь как фондам, так и портфельным компаниям по самым разным вопросам.

---

<sup>214</sup> ACT of 4 March 2005 on the National Capital Fund.

## 4. Другие развитые страны

### 4.1. Израиль

Политика Израиля в отношении поддержки венчурного капитала не может рассматриваться в отрыве от условий, существовавших в стране в 1970–1990-х годах, когда создавался основной потенциал R&D и инноваций в бизнес-секторе Израиля<sup>215</sup>. Самыми важными базовыми условиями, появившимися в конце 1980-х годов, были следующие: (1) большое количество квалифицированных ученых и инженеров, а также университетов, в которых они обучались; (2) хорошо развитый гражданский высокотехнологический сектор; (3) существенное присутствие технологических многонациональных предприятий (MNEs); (4) наличие ряда компаний сектора телекоммуникаций, создавших дочерние компании в 1990-х годах; (5) либерализация рынков капитала и макроэкономических условий. Кроме того, появлению израильской индустрии ВК непосредственно предшествовали: глобализация рынков капитала (что дало возможность израильским компаниям мобилизовывать капитал в США на рынке NASDAQ), интернационализация инвестиционных банков США, искавших для себя возможность деятельности в Израиле, и увеличение частоты возникновения стартапов в период 1988–1992 годов. Таким образом, когда наиболее шумевшая программа Yozma была введена в действие в 1993 году, уже имелся избыточный спрос на венчурное инвестирование со стороны предприятий достаточно высокого уровня.

На фоне такой предыстории израильское правительство разработало несколько программ, нацеленных на поддержку развития индустрии ВК и увеличение количества предприятий-стартапов. В 1991 году была введена в действие программа технологических инкубаторов, чтобы поддержать предпринимателей-новичков на самых ранних этапах технологического предпринимательства и помочь им в превращении их идей в жизнеспособные коммерческие продукты. Эта программа оказалась очень успешной. В 2005 году для создания

<sup>215</sup> Обзор политики Израиля базируется на: Avnimelech and Teubal (2004).

биотехнологических инкубаторов был выделен новый резерв грантов на сумму 21 млн долл.

Программа Inbal начала работать в 1993 году и была нацелена на стимулирование и создание общественных фондов ВК путем предоставления им гарантий на случай убытков. Было создано четыре фонда. Они не были успешными и были перегружены различными административными препятствиями, что привело к тому, что они вышли из программы. Провал программы Inbal явился важным уроком, продемонстрировав большое значение материальных стимулов и соответствующего вознаграждения для управляющих, необходимость их вовлеченности в операции фонда и важность хорошей репутации для успеха последующей мобилизации капитала.

Программа Yozma была направлена на создание прочной базы для построения конкурентоспособной индустрии ВК. Она состояла из государственного капитала на сумму 100 млн долл., который инвестировался в частные фонды ВК (80 млн долл.) и непосредственно в высокотехнологические компании (20 млн долл.). Каждый фонд Yozma должен был привлечь финансирование от одной авторитетной международной финансовой организации и одной отечественной организации. Доля участия государственных средств в мобилизованном капитале должна была составлять до 40% (8 млн долл.). Таким образом, 100 млн долл. государственного капитала соответствовало 150 млн долл. частного капитала. Эти 250 млн долл. были инвестированы в более чем 200 компаний-стартапов. Главной характеристикой программы Yozma явилось наличие стимулов в виде увеличения прибыли: каждый фонд обладал опционом на покупку (call option) государственных акций на срок до пяти лет. Всего было создано 10 фондов Yozma. Теми же управляющими командами были созданы последующие фонды (без государственного участия), и к началу 2001 года суммарный капитал под их управлением составил 5 млрд евро. Начиная с 1996 года, спрос на венчурный капитал и его предложение росли параллельно. Вторая волна фондов была больше и вовлекла пенсионные фонды и других институциональных инвесторов. Партнерство с заграничными учреждениями явилось источником необходимейших знаний в сфере венчурного инвести-



рования. И, наконец, во время второй фазы развития индустрии ВК появились и окрепли связи с фирмами ВК США.

Фонд HEZNEK начал работать в 2002 году, имея бюджет на сумму 2 млн долл., предназначенный для оказания поддержки компаниям-стартапам. Он предоставлял до 50% средств, необходимых для работы стартапа в течение двух лет. Остальные средства поступали от частных инвесторов. Эти инвесторы обладали опционом на покупку государственных акций в компаниях-стартапах.

Главный политический вывод из опыта Израиля заключается в том, что, хотя государство действительно может играть главную роль в развитии индустрии ВК, но политические инициативы, ориентированные на сектор ВК, могут быть эффективными лишь в той степени, в какой существуют или создаются благоприятные окружающие условия.

#### 4.2. Норвегия

Начиная с 1968 года, Корпорация развития промышленности Норвегии (SIVA) оказывает помощь развитию региональных и локальных промышленных кластеров. Она инвестировала более 300 млн норвежских крон в 60 инновационных центров и участвовала в соинвестировании с частными инвесторами на общую сумму до 800 млн норвежских крон. Однако оценка деятельности этой программы показала, что инвестирование SIVA проявляло тенденцию к снижению уровня риска, ориентируясь в сторону более зрелых компаний<sup>216</sup>.

Норвежский фонд промышленного и регионального развития (SND) создал в 1993 году подразделение прямого инвестирования (SND Invest) для осуществления прямых инвестиций в малые компании, нуждавшиеся в доступе к капиталу, с максимальной суммой инвестиции на компанию не более 200 млн норвежских крон и максимальным участием в акционерном капитале компании не более 35%. За первые 10 лет своей работы SND Invest инвестировал 3,5 млрд норвежских крон в более чем 300 компаний. Некоторые из

<sup>216</sup> Arnold and Snowden (2000).

региональных филиалов SND предоставляли «стартовые» гранты потенциальным предпринимателям и ссуды высокорисковым проектам.

В 1997 году были начаты две инициативы, касавшиеся всего спектра финансирования ранних стадий. Был создан Стартовый фонд (START-Fondet) для предоставления инвестирования и консультаций по вопросам бизнеса компаниям посевной стадии развития, обладающим международным потенциалом, главным образом в секторах биотехнологий, информационно-телекоммуникационных технологий (ICT) и охраны окружающей среды. Эти компании получают около 7,5 млн норвежских крон на период 2–7 лет. START-Fondet был передан в частную собственность и под частное управление, а государство предоставило субординированные ссуды, благодаря чему сумма капитала фонда достигла 320 млн норвежских крон. Участие государства должно быть постепенно свернуто в течение 15 лет работы фонда.

В тот же период была инициирована Схема посевого капитала (Så Kornkapitalordningen), в рамках которой были организованы пять региональных и один национальный фонд, который функционировал параллельно со Стартовым фондом. Через эти фонды незарегистрированные на фондовых биржах SMEs – на ранних стадиях развития или на стадии расширения – получали доступ к прямому инвестированию, в среднем на сумму 1 млн норвежских крон. Они также получали преимущество от использования компетентности и связей менеджеров фонда. Хотя эти фонды находились в частной собственности и под частным управлением, SND являлся координатором их деятельности и в целом внес половину их капитала посредством субординированных ссуд, предлагаемых его подразделением Venturefondet AS. Размеры этих фондов были относительно малы, сумма их капитала не превышала 780 млн норвежских крон (98,5 млн евро). Было запланировано создание еще четырех региональных фондов в 2005 году в качестве ориентированных на технологии фондов, инвестирующих в стартапы с высоким потенциалом роста.

В 2001 году был организован фонд фондов Argentum с суммарным капиталом 2,45 млрд норвежских крон, целью создания которого было улучшение доступа инновационных компаний к рисковому капиталу. Участвующие в нем фонды должны иметь капитал на сумму не менее 300 млн норвежских крон и должны инвестировать преимущественно в такие сектора, как энергетика, море, ICT, охрана окружающей среды, науки о жизни и биотехнологии.

Инкубаторная программа была начата в 2000 году Корпорацией SIVA с целью стимулирования создания новых компаний с высоким потенциалом роста путем поддержки самых ранних, высокорисковых, стадий их развития. Любые ориентированные на инновации организации, такие как технопарки, частные фирмы и наукоемкие общественные предприятия (например, больницы) могут создать у себя инкубатор. В качестве дополнения к поддержке компаний, предоставляемой инкубаторами, в 2001 году была начата программа инкубаторных грантов, предлагающая гранты стартапам, работающим в наукоемких высокотехнологических областях и находящихся в соответствующих инкубаторах.

SIVA в 2004 году начала реализацию программу промышленных инкубаторов, в рамках которой инкубаторы действуют в связи с авторитетной производственной компанией или группой компаний («материнской компанией»). Материнская компания предлагает помещения и материальную помощь отдельным лицам, желающим начать свой бизнес. Основными функциями промышленного инкубатора являются, таким образом, нахождение и поддержка новых возможностей деловой деятельности, а также заинтересованных в них людей, способных развить эти возможности. Промышленные инкубаторы устроены как частные компании с ограниченной ответственностью, принадлежащие материнским компаниям, другим местным инвесторам и SIVA. В 2004 году были созданы четыре промышленных инкубатора, и еще четыре должны были быть созданы в 2005 году. SIVA ставит перед собой цель сделать свой вклад в создание 50 инкубаторов в течение ближайших пяти лет.

### 4.3. Швейцария

Индустрия венчурного капитала в Швейцарии прошла путь развития от практически полного отсутствия в середине 1990-х годов (менее 1 млн евро инвестиций ранних стадий в 1995 году) до среднего уровня в 2005 году. Два противоречащих друг другу обстоятельства делают Швейцарию уникальной: с одной стороны, Швейцария является родиной некоторых из самых передовых в мире технологий, а с другой – в ней отмечается очень низкий уровень развития предпринимательства, возможно, вследствие неприязни к риску, присущей культуре Швейцарии. Кроме того, Швейцария обладает хорошо развитым рынком капитала и является одним из главных мировых финансовых центров. Система налогообложения и другие руководящие предписания в Швейцарии подавляли организацию отечественных фондов ВК, при этом многие из активно работающих фондов ВК имели юридическую прописку в оффшорных зонах за рубежом.

В 2000 году была создана Компания венчурного капитала (VCC), в качестве специального средства для осуществления венчурных инвестиций. Она может пользоваться преимуществами, связанными с более низкими пороговыми величинами для освобождения от налога на прирост капитала на федеральном уровне, при условии соответствия следующим требованиям: (1) 50% ее капитала должно быть проинвестировано в швейцарские компании возрастом не старше 5 лет и (2) каждая инвестиция должна представлять не менее 5% от капитала компании и иметь стоимость не менее 250 тыс. швейцарских франков. Кроме того, швейцарские налогоплательщики, предоставляющие субординированные ссуды компаниям, в которые VCC инвестирует в течение одного года после получения ссуды, могут вычесть 50% от размера своей ссуды из суммы своих подлежащих налогообложению доходов (при условии максимального суммарного вычета на сумму 500 тыс. швейцарских франков). Если ссуда не погашена, инвестор может вычесть еще 50% от суммы убытков в дополнение к первоначально вычтенной сумме, вплоть до максимальной суммы 250 тыс. швейцарских франков. Эти преиму-

щества VСС, впрочем, не оказали заметного влияния на развитие венчурных инвестиций в целом<sup>217</sup>.

VentureLab является инициативой, введенной в 2004 году с целью стимулирования предпринимательства в Швейцарии. Она осуществляется в кооперации с федеральными технологическими институтами, университетами и прикладными вузами. VentureLab предлагает специально переработанные приемы обучения для подготовки инновационно-ориентированных молодых предпринимателей и для привлечения к предпринимательству интереса студентов. Основное внимание в этой инициативе уделяется лучшим проектам, с предоставлением им профессиональных консультаций, в первую очередь по практическим вопросам. Эта инициатива организована на региональном уровне и должна охватывать приблизительно 1500 студентов. Дополнительно 500 предпринимателей в год будут проходить подготовку по вопросам менеджмента.

## *5. Восточная Европа, Кавказ и Центральная Азия*

Последние политические инициативы по предоставлению рискованного капитала отражают появившееся в странах-производителях источников энергии желание поддержать диверсификацию экономики, чтобы подалеже отойти от избыточной специализации в производстве углеводородного сырья. Среди представителей государственной власти в этих регионах бытует также мнение о том, что потенциал коммерциализации инноваций, проистекающий из существующих технологических возможностей, материализуется не полностью по причине наличия разных ограничений, включая отсутствие соответствующего финансирования, в условиях ограниченного общего финансового развития.

---

<sup>217</sup> AltAssets. <http://www.altassets.com>.

## 5.1. Белоруссия

За последние годы число предприятий малого бизнеса, занятых в производстве инновационной продукции или научных исследованиях, уменьшилось более чем в два раза – от 600 в 1997 году до 275 в 2006 году. На инновационных предприятиях работают лишь около 0,6% от общего числа занятых на малых предприятиях.

Деятельность Белорусского инновационного фонда, основанного в 1998 году, нацелена на поддержку малых инновационных предприятий путем финансирования инновационных проектов на возвратной основе, соинвестируя с частными инвесторами и предоставляя до 50% от требуемых средств по льготным процентным ставкам на период до четырех лет. Фонд поощряет большее использование результатов научных исследований и изобретений, представляющих экономическую ценность для производства. Кроме того, этот фонд организует выставки, торговые ярмарки научной и технологической продукции, семинары и конференции. На сегодняшний день фонд профинансировал 35 проектов, 20 из которых являются региональными.

## 5.2. Казахстан

В Казахстане создан ряд государственных финансовых учреждений с целью реализации «Стратегии индустриально-инновационного развития Республики Казахстан на 2003–2015 годы», направленной на поддержку предприятий в деле создания конкурентоспособной отечественной промышленности с высоким уровнем технологического развития. Эти учреждения недавно были объединены под общей вывеской Фонда стабильного развития Казахстана «Казина». Как часть этой стратегии, в 2003 году был создан Национальный инновационный фонд (НИФ) с уставным капиталом на сумму 150 млн долл. НИФ владеет неконтрольными пакетами акций в частных венчурных фондах и придерживается инвестиционной политики, согласующейся с общими государственными приоритетами в отношении науки и инноваций. Приоритетный сектор включает в себя информационно-телекоммуникационные технологии, новые

строительные материалы и фармацевтические продукты. Участие государства в этих «гибридных» фондах приводит к асимметричному разделению рисков с частными партнерами с целью стимуляции развития индустрии ВК.

Деятельность НИФ сыграла важную роль в создании местных частных венчурных фондов. Он также сотрудничает с зарубежными учреждениями с целью повышения уровня управленческих и технологических знаний и опыта. В 2007 году НИФ выступил инициатором создания Ассоциации венчурного капитала и прямых инвестиций «KazVenture», которая должна заниматься представлением и защитой интересов молодой индустрии ВК Казахстана. НИФ также предоставляет гранты на исследования и разработки и участвует в финансировании технологических инкубаторов. Инвестиции венчурного капитала сегодня составляют примерно половину от всех ресурсов, но предполагается, что, по мере реализации соответствующих инициатив, ресурсы будут в возрастающей степени поступать на финансирование инновационной инфраструктуры.

### 5.3. Российская Федерация

Российская Федерация придерживается инновационной стратегии, нацеленной на улучшение условий для модернизации экономики посредством совершенствования инновационной инфраструктуры в форме создания особых экономических зон и технопарков и улучшения доступа к источникам финансирования для инновационных компаний.

Между 1993 и 1996 годами банк EBRD помог организовать в России 11 региональных венчурных фондов (РВФ) с общей суммой зарезервированного капитала около 312 млн долл. Основной задачей программы являлось создание инфраструктуры для осуществления в российских регионах прямого инвестирования в частные компании среднего размера, с конечной целью дальнейшего привлечения капитала от частных инвесторов для демонстрации жизнеспособности индустрии прямых инвестиций в России. К концу 2006 года

общая сумма инвестиций в 105 портфельных компаний составляла 266 млн долл.<sup>218</sup>.

*В марте 1997 года РВФ учредили Российскую Ассоциацию венчурного развития (РАВИ), позже переименованную в Российскую Ассоциацию прямого и венчурного инвестирования. В настоящее время РАВИ объединяет более 80 участников российского рынка PE & VC\*.*

Государственный Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере занимается финансированием инноваций посредством ряда программ с бюджетом, эквивалентным 1,5% от суммы общих федеральных расходов на гражданскую науку (в 2006 году он составил 45 млн долл.). Программа СТАРТ, которая подобна программе SBIR в США, отвечает за основную массу ресурсов<sup>219</sup>. Начиная с 2004 года, она сделала свой вклад в создание около 1500 предприятий. Для продолжения поддержки со стороны государства на втором году предприятиям требуется софинансирование со стороны частного сектора.

В России для бизнес-ангелов или венчурных капиталистов не существует никакого специального подхода к обложению налогом на прирост капитала, но некоторые последние государственные инициативы были направлены на поддержку развития в стране индустрии ВК. В 2006 году был создан специализированный фонд с уставным капиталом около 55 млн долл., занимающийся только информационно-телекоммуникационными технологиями. Масштабы государственной поддержки лимитированы временем, поскольку запланирована полная приватизация этого фонда к 2010 году.

Эти программы кажутся довольно скромными по сравнению с самой последней инициативой – созданием Российской венчурной компании (РВК), являющейся фондом фондов с первоначальным

---

\* Вставка РАВИ.

<sup>218</sup> Источник: EBRD.

<sup>219</sup> Desai and Goldberg (2007).



капиталом 600 млн долл. (15 млрд руб.)<sup>220</sup>. РВК обеспечивает 49% капитала своих целевых фондов, с остающимися 51%, поступающими от частных инвесторов. Размер целевых фондов варьируется между 40 млн. долл. и 110 млн долл. Все инвестиции целевых фондов должны осуществляться в высокотехнологический сектор, и 80% их средств должны размещаться в компании ранних стадий развития. Все выпавшие на долю государства доходы, превышающие 5%-ный максимум, должны отходить к управляющим компаниям фондов. Российское правительство пригласило работать в составе совета директоров РВК Игаля Эрлиха, бывшего руководителя израильской венчурной программы Yozma. Другим выдающимся иностранным членом совета директоров является Эско Ахо, бывший премьер-министр Финляндии и сегодняшний лидер инновационной политики Евросоюза. В мае 2007 года были отобраны первые три венчурных фонда с совместным капиталом на сумму почти 300 млн долл. Только один из этих фондов имеет российское происхождение. Следующий раунд должен отобрать еще 8–10 фондов.

Осенью 2006 года под патронажем РАВИ было организовано Национальное Содружество бизнес-ангелов России (СБАР).

## *6. Передовая практика*

Из-за того что относящийся к финансированию инноваций опыт относительно ограничен и неоднороден, политикам отдельных государств не так легко разрабатывать свои национальные программы. Поскольку история развития экономики и инноваций разных стран неодинакова, различаются также условия и организационные системы поддержки цикла инновационного финансирования, неодинаковы природа и последовательность мероприятий, направленных на устранение недостатков этого цикла. Очень трудно на основе этого многообразия методик и инструментов выработать конкретные политические акции и формулировать рекомендации для последующих инициатив.

<sup>220</sup> VentureBeat (<http://venturebeat.com>). Russia finally gets serious about venture capital, June 1, 2007.

Оценка или использование опыта отдельных стран требует глубокого понимания контекста, в котором он был накоплен, в частности, предшествовавших политических инициатив и степени развития каждого из компонентов цикла прямого инвестирования в той или иной стране. Кроме того, оценка развития формальной и неформальной индустрии ВК на каждом отрезке времени требует правильного понимания существующего на данный момент исторического контекста с точки зрения степени экономического развития и набора регуляторных условий.

Идентификация и осмысление примеров передовой практики также затрудняется недостаточными уровнями мониторинга и официальных оценок осуществленных программ. В лучшем случае, эффективность отдельной программы оценивается по сумме капитала, направленной на поддержку определенных предприятий, или по числу профинансированных предприятий, без уделения особого внимания пути дальнейшего развития или конечного успеха этих предприятий. Поскольку программы нацелены на поддержку не только создания предприятий, но также и развития растущих и успешно работающих предприятий, нужно разработать более совершенную систему мониторинга и оценки их деятельности, чтобы создать возможность учиться на опыте предыдущих программ при создании и внедрении новых.

### 6.1. Мобилизация капитала

Передовую практику при стимулировании стадии мобилизации капитала цикла венчурного финансирования можно рассматривать под разными углами: полная доступность рискованного капитала (посредством фондов венчурного капитала или бизнес-ангелов), связь поставщиков частного капитала с фирмами ВК, создание стимулов для венчурных капиталистов, поощряющих их к инвестированию в инновационные компании на ранних стадиях развития, а также к поиску и отбору коммерчески перспективных компаний с большим потенциалом роста.

Предоставление капитала для венчурного инвестирования из частных источников является, возможно, наиболее распространенной в различных государствах практикой. Здесь существует два подхода, в зависимости от того, управляются фонды государственными или частными организациями.

#### (а) Фонды, находящиеся под государственным управлением

В некоторых странах (Канада, Дания, Финляндия, Норвегия, Португалия, Испания, Швеция) средства передаются специальным учреждениям, как правило, аффилированным с организациями, поддерживающими развитие промышленности или бизнеса, с предоставлением им мандата на осуществление прямых инвестиций в новые, малые или инновационные предприятия. Многие из находящихся под государственным управлением фондов возникли в период, когда не существовало никакой частной инфраструктуры инновационного финансирования. Такие фонды могут служить в качестве важного первичного источника капитала, помогающего накапливать инвестиционные знания и опыт, которые могут постепенно передаваться в частный сектор. Особенно важную роль здесь могут играть фонды, четко ориентированные на высокорисковые проекты на ранних стадиях их осуществления. Такой подход может быть признан пригодным при отсутствии рыночных механизмов для инвестиций в инновационные компании.

И все-таки не следует забывать об отрицательных сторонах фондов, находящихся под государственным управлением, – недостаток поощрительных стимулов, политическое влияние, которое может отвлечь от рассмотрения вопросов коммерческой целесообразности при планировании инвестиции, или ограниченные возможности привлечения и использования инвестиционных менеджеров высокой квалификации. Примечательно, что оценки таких общественных программ в Финляндии, Норвегии и Швеции сошлись на том, что инвестиции, осуществленные в рамках этих программ, являются менее рискованными и ориентируются на более сформировавшиеся компании.

По мере становления рыночных механизмов государственные фонды наиболее оптимально используются для их дополнения и поддержки. В связи с этим программы, в которых участвуют фонды, находящиеся под государственным управлением, переориентировались в направлении большего вовлечения частных инвестиционных менеджеров – либо посредством смещения акцента на размещение финансовых средств фондов фондов в частные фонды (Канада, Дания, Финляндия, Норвегия), либо путем полной приватизации (Швеция).

Следует отметить, что по мере роста значимости фондов, находящихся под частным управлением, и снижения активности участия государства в венчурном инвестировании, скандинавские страны переориентировали свое непосредственное участие в финансировании на зарождающиеся предприятия на посевной стадии развития, организовав программы инкубаторов или посевных фондов. Такие программы можно рассматривать как дополняющие уже существующие рыночные механизмы посредством увеличения количества компаний, подготовленных для получения венчурного инвестирования.

#### (б) Фонды, находящиеся под частным управлением

Другим подходом к обеспечению общественных средств для венчурного инвестирования является привлечение частных инвестиционных менеджеров и параллельной мобилизации дополнительных частных средств. По типичному сценарию, государство (или его ведомство) играют роль опорного инвестора, предоставляя определенную долю капитала фонда. Такой подход сейчас широко применяется в разных странах: Канаде, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Ирландии, Израиле, Соединенном Королевстве, США, а в последнее время также в Казахстане, Латвии и России; также его придерживается Европейский инвестиционный фонд (EIF). Государственные инвестиции принимают форму как прямых инвестиций, так и субординированных ссуд. Основная логическая посылка этого подхода состоит в том, что профессиональные венчурные капиталисты проявляют явную заинтересованность в нахождении и

поддержке коммерчески успешных предприятий. Кроме того, там, где имеет место тщательный отбор подлежащих поддержке фондов (путем проведения конкурсов или детальной оценки заявок), участие государства играет важную легитимизирующую роль в установлении взаимоотношений между фирмами ВК и институциональными инвесторами.

### (в) Структура поощрительных стимулов в фонде

Наряду с предоставлением частным менеджерам доступа к фондам ВК для осуществления венчурных инвестиций в перспективные предприятия, в рамках государственных программ все более пристальное внимание уделяется обеспечению соответствия уровня доходности высокому уровню риска инвестиций ранних стадий, с которым приходится иметь дело венчурным капиталистам. Также необходимы гарантии того, что инвестиции осуществляются в первую очередь в целях получения прибыли (т.е., они должны быть перспективными). Следует отметить, что попытки обеспечить защиту от убытков – при помощи прямых гарантий или рефинансирования инвестиций с помощью субординированных ссуд – оказались контрпродуктивными, как показал опыт Германии, Израиля и Нидерландов. Тем не менее опыт этих стран явился ценным источником политических уроков.

Опыт осуществления программы Инвестиционных компаний для малого бизнеса (SBIC) в США свидетельствует о важности структуры поощрительных стимулов для поддержки инвестирования ранних стадий. В начале осуществления этой программы необходимость обслуживать займы, предоставляемые Агентством США по делам малого бизнеса (SBA) участвовавшим в программе инвестиционным компаниям, делала непрактичным для этих компаний инвестирование средств в предприятия, не способные к немедленному началу генерации денежных средств. Переход от займов к участвующим привилегированным акциям с отсроченными первоначальными выплатами процентов в обмен на последующее участие в прибылях вызвал заметный сдвиг в сторону инвестиций посевных

стадий, причем на долю инвестиций SBIC приходилось 65% от всего посевного финансирования за период 1994–2002 годов.

Программа Yozma в Израиле дает нам еще один пример использования системы поощрительных стимулов для фондов ВК: каждый фонд имеет опцион на приобретение государственных долей в течение пяти лет с момента создания фонда. Подобным образом, последние программы, запущенные в действие в Соединенном Королевстве (Фонды капитала для предприятий, ECFs), Латвии (через Латвийское гарантийное агентство) и России (Российская венчурная компания), устанавливают верхний предел доходов, приходящихся на долю государства (4,5%, 6% и 5% соответственно), а все превышающие этот лимит доходы поступают инвестиционным менеджерам и партнерам с ограниченной ответственностью (инвесторам). Такая схема обеспечивает асимметричное распределение доходов от успешных инвестиций, увеличивая таким образом прибыль портфеля в целом и делая эти доходы более соответствующими высокому риску, присущему инвестициям ранних стадий.

### (г) Налоговые стимулы

Ряд стран предлагает налоговые стимулы лицам, инвестирующим средства в частные предприятия. В США (Раздел 1244 IRC\*) в качестве такого стимула допускается частным лицам списывать убытки от инвестиций в компании малого бизнеса (на сумму внесенного капитала не более 1 млн долл.). В данный случай не включаются предприятия, чьи доходы более чем на 50% происходят из пассивных источников (роялти, рента, дивиденды, проценты и т.д.).

Схемы, существующие в Соединенном Королевстве (Схема инвестирования в предприятия, EIS) и Ирландии (Схема экспансии бизнеса, Business Expansion Scheme), предлагают налоговую скидку на осуществленные инвестиции. Схема EIS дополнительно предлагает освобождение от подоходного налога в случае неудавшейся инве-

---

\* Internal Revenue Service – Внутренняя налоговая служба США. (Прим. пер.).

стиции, а также освобождение (или отсрочку) от налога на прирост капитала. Схема SUIR во Франции предусматривает освобождение от подоходного налога на срок до 10 лет.

Некоторые схемы могут быть также ориентированы на источники финансирования на этапе до появления бизнес-ангелов, прежде всего на самих учредителей либо их друзей или родственников. Схема посевного капитала Ирландии предусматривает определенный возврат из суммы налога, уплаченной в предыдущие годы, лицам, начинающим новый бизнес на свои собственные средства. По схеме беспроигрышных займов в Бельгии (Фландрия) были введены налоговые льготы для друзей и родственников предпринимателей, пожелавших инвестировать в их стартапы, в форме субординированных займов. Инвесторы получали уменьшение налоговой ставки на 2,5% от суммы займа. Если заем не выплачивался по установленным правилам, то инвестор получал дополнительное фискальное уменьшение на 30% от суммы займа.

Среди схем, нацеленных на крупные упрочившиеся компании, Корпоративная венчурная схема (Corporate Venturing Scheme) в Соединенном Королевстве предлагает уменьшение подоходного налога (до 20% от инвестированной суммы), отсрочку налогообложения на прирост капитала, а также освобождение от налога в случае неудавшейся инвестиции в частные компании.

И, наконец, некоторые схемы предоставления налоговых стимулов рассчитаны на поощрение частных лиц к инвестированию средств в фонды венчурного капитала. Примерами таких схем являются: фонд ARKimedex (Бельгия), Корпорации трудового венчурного капитала (LSVCCs, Канада), Взаимные фонды для инноваций (FCPI, Франция) и Тресты венчурного капитала (Соединенное Королевство). Хотя в целом оценка дольше всего проработавшей программы такого типа (LSVCC) оказалась негативной, это было отнесено на счет недостаточного внимания, которое было уделено управлению фондами ВК, и недостаточного контроля над ними. Что касается других подобных программ, то в них либо фонды находятся под частным управлением (Франция, Соединенное Королевство), либо

они работают в качестве фондов фондов (Бельгия). Схема SARCО в нескольких штатах США известна тем, что предоставляла страховым компаниям существенные налоговые скидки (от 100% до 120%, распределенных на протяжении 10 лет) в случае инвестиций в определенные местные венчурные компании (сертифицированные финансовые компании).

## 6.2. Инвестиции

Передовая практика на этапе инвестирования имеет отношение к улучшению предпринимательского климата в стране, увеличению количества обладающих «инвестиционной готовностью» предприятий путем поддержки проведения технико-экономического обоснования и развития продукта, улучшению потока информации между предпринимателями и потенциальными инвесторами, обеспечению гарантий инвесторам с целью поощрения их к инвестированию в новые или инновационные предприятия.

### (а) Улучшение предпринимательского климата

В то время как программы США пользуются преимуществами высокой предпринимательской культуры и давних традиций коммерциализации научных знаний, полученных в стенах государственных научно-исследовательских учреждений, европейским странам приходится решать множество дополнительных проблем в процессе создания таких фундаментальных исходных условий. Например, программа EXIST в Германии учредила 20 региональных сетей кооперации между учебными, исследовательскими, экономическими и политическими организациями, чтобы мотивировать, развивать и поддерживать предпринимательство. Подобным образом программа, призванная решать проблемы предприятий, работающих в научной сфере (Science Enterprise Challenge), создала 64 предпринимательских центра в университетах Соединенного Королевства, чтобы стимулировать коммерциализацию исследований и новых идей высокого уровня, помочь развитию культуры научного предпринимательства в британских университетах и внедрить обучение основам предпринимательства в учебные планы всех профилей.



Другим примером программы стимулирования предпринимательства является инициатива VentureLab в Швейцарии. Эта инициатива организована на региональном уровне и предлагает специально разработанные приемы обучения для подготовки инновационно-ориентированных молодых предпринимателей и для привлечения интереса к предпринимательству студентов университетов и технологических институтов.

#### (б) Увеличение количества предприятий, обладающих «инвестиционной готовностью»

Многие программы содействуют инвестиционному процессу путем поддержки создания новых предприятий, в особенности тех, которые базируются на коммерциализации научных знаний, возникших в стенах государственных научно-исследовательских учреждений, и тем самым увеличивают количество предприятий, имеющих «инвестиционную готовность» в отношении частных инвесторов и профессиональных фирм ВК.

В числе наиболее известных инициатив в этой области можно назвать программы по поддержке малого инновационного бизнеса (SBIR) и по трансферу технологий в сфере малого бизнеса (STTR) в США, которые предоставляют гранты на проведение исследований и разработок малым технологическим компаниям на ранних стадиях развития или начинающим технологически-ориентированным предпринимателям. По линии этих программ выделяются крайне необходимые средства на проведение технико-экономических обоснований (этап I) и для разработок прототипов продуктов (этап II), в результате чего предприятия «выпускаются в жизнь», имея значительный потенциал для коммерциализации, способный привлечь частный капитал. Помимо поэтапного характера финансирования, эффективность этих программ обусловлена децентрализованной структурой принятия решений, распределенной между 11 федеральными агентствами и активно поддерживаемой бюро по трансферу технологий в отдельных исследовательских учреждениях. Бюро по трансферу технологий не только уведомляют исследователей о существовании грантов на R&D, но и работают с потенциальными

предпринимателями в интересах развития и оценки их идей, а также подготовки их заявок на гранты.

В Европе ряд программ выполняет относительно централизованные функции по предоставлению консультаций (коучинга) и посевного финансирования в виде грантов или ссуд технологически ориентированным предпринимателям с целью достижения лучшей подготовки и большей привлекательности предприятий-реципиентов для потенциальных частных инвесторов. Примеры таких программ можно найти в Австрии (программы посевного финансирования и LISA), Бельгии (Фламандский инновационный фонд), Финляндии (программы TULI, TEKES и стартовый фонд Vega), Германии (Фонд высокотехнологических стартапов), Нидерландах (программа TechnoPartner) и Испании (программа NEOTECH). Программа предпосевного финансирования в Финляндии пользуется особой известностью, благодаря управлению работой рыночной площадки INTRO, на которой могут встретиться частные инвесторы и предприниматели, ищущие начальное финансирование для своих технологических идей. В Нидерландах имеется пилотная программа (Valorization Grants), повторяющая программу SBIR в США и предназначенная для ее эффективного внедрения в вузах Голландии.

В противоположность этому централизованному подходу к финансированию ранних стадий развития инновационных предприятий, региональные или локальные инкубаторы представляют собой более децентрализованное решение вопроса выращивания технологических фирм. Инкубаторы, как правило, аффилированы с университетами или другими научно-исследовательскими учреждениями и «сводят» вместе исследователей, предпринимателей и поставщиков финансирования для того, чтобы вырастить группу начинающих предприятий, проведя их через процедуру технико-экономического обоснования, стадию развития проекта и рыночные испытания. При помощи официальных программ, которые были введены в действие главным образом после конца 1990-х годов, такие инкубаторные структуры были созданы в Дании, Франции, Ирландии, Норвегии,

Испании (Каталонии) и Швеции. Похожие программы сейчас разрабатываются в Эстонии, Венгрии и Словении.

### (в) Улучшение потока информации между предпринимателями и потенциальными инвесторами

Во многих странах создание сетей бизнес-ангелов (некоторых из них – при поддержке со стороны государства) сыграло важную роль в сближении предпринимателей и частных инвесторов. Примером государственной программы, выполняющей сходные функции, является Канадский региональный инвестиционный план (ССИР), нацеленный на развитие инвестиционного опыта в 22 регионах. Его веб-сайт в Интернете содержит информацию, помогающую предпринимателю наилучшим образом структурировать и представить свое инвестиционное предложение и предпринять попытку привлечь внимание компетентных инвестиционных фирм с местными, региональными или национальными источниками капитала. Так же действует и рыночная площадка INTRO в Финляндии, содействующая, в рамках программы предпосевного финансирования, организации презентационных форумов и инвестиционных переговоров в интересах поиска предприятиями источников первоначального финансирования и частных инвесторов. Еще одним примером является Центр инноваций и развития бизнеса (CIDEM) в Испании (Каталония), который функционирует в качестве «финансового супермаркета» для стартапов и потенциальных инвесторов, предоставляя своим клиентам самые разнообразные финансовые услуги: проведение технико-экономического обоснования проектов, финансирование и развитие проектов.

### (г) Гарантии для инвесторов

Предоставление гарантий инвесторам является наиболее популярным типом программ. В своем большинстве гарантии предоставляются SMEs и облегчают им доступ к банковскому кредитованию. Для усиления отдачи эти программы должны быть четко сфокусированы на инновационные предприятия. Одна из старейших программ такого рода – Схема гарантирования займов малых компаний

(SBLG) в Соединенном Королевстве – примечательна тем, что в конце 2005 года она переключила свое внимание на новообразующиеся предприятия.

В рамках некоторых гарантийных схем, предлагающих, при определенных лимитах, гарантии по акционерному капиталу, внимание фокусируется непосредственно на инновационных предприятиях. Подобные программы существуют в Австрии, Дании (программа гарантий по акционерному капиталу, предназначенная для создающихся компаний с большим потенциалом роста), Франции (OSEO Garantie), Италии (Гарантийный фонд для SMEs в сфере цифровых технологий) и Португалии (Программа для новых технологических компаний). В той мере, в какой они охватывают создающиеся инновационные компании, эти программы напоминают специальные гранты на проведение технико-экономических обоснований, но они действуют при дополнительном надзоре со стороны частных инвесторов, получающих гарантии.

### 6.3. Создание добавленной стоимости

Лица, определявшие политику в области ВК, не уделяли особого внимания этапу создания добавленной стоимости в процессе финансирования инноваций. Нередкое игнорирование этого вопроса служит отражением мнения о том, что существуют надлежащие рыночные механизмы для нахождения и привлечения специалистов, необходимых для осуществления эффективного управления инновационными предприятиями ранних стадий. Однако часто это бывает совсем не так. Одна из первых оценок работы программы SBIC в США показала, что спонсируемые средства не способны привлечь высококлассных инвестиционных менеджеров. Аналогично, оценка программы LSVCC в Канаде указала на неспособность инвестиционных менеджеров посвящать достаточно времени своим портфельным компаниям из-за того, что под их опекой находилось слишком большое число предприятий. Кроме того, в некоторых странах кадры, способные обеспечить создание добавленной стоимости, могут быть в дефиците. В подобных случаях необходимо содействовать освоению и передаче знаний в интересах местных инвесторов.

На привлечение и отбор квалифицированных инвестиционных менеджеров часто оказывает влияние конфигурация фондов ВК, находящихся в частном управлении. При условии хорошо развитой конкуренции, процедура тендерных торгов позволяет должным образом оценить компетенцию инвестора, в то время как преференциальное распределение доходов, накапливаемых на счет доли государства, обеспечивает материальные стимулы, которые могут привлечь квалифицированных менеджеров. Программы в Израиле (Yozma), России (РВК), и Соединенном Королевстве (Фонды капитала для предприятий) являются примерами применения такого подхода.

Хотя пока не имеется программ, нацеленных на содействие обучению местных венчурных инвесторов, подходы двух стран – Израиля и России – к разработке программ фондов фондов примечательны тем, что они ясно ставят цель активного использования международного опыта в сфере венчурного инвестирования. В Израиле каждый фонд в рамках программы Yozma должен привлечь к работе одно авторитетное международное финансовое учреждение и одно отечественное учреждение. В России недавно учрежденная Российская венчурная компания воспользовалась услугами экспертов по разработке инвестиционной политики из Израиля и Финляндии. Кроме того, фонды, получающие поддержку по программе РВК, вовлекли в свою работу известных венчурных инвесторов из США.

Способность инвесторов ВК мотивировать венчурных капиталистов (управляющие компании) развивать предприятие и проявлять его полный потенциал зависит также от наличия соответствующих материальных стимулов, связанных с успехом предприятия. В США опционы на покупку акций являлись важной формой такой компенсации, сопровождаемой также благоприятствующим налоговым режимом, когда взимание налогов на прибыль откладывается до конца срока действия опциона.

#### 6.4. Выходы

Наряду с инициативами, в которых внимание заостряется на изменениях в системе регулирования фондовых бирж, существуют

некоторые программы, непосредственно ориентированные на повышение эффективности стадии выхода процесса инновационного финансирования.

Программа Компаний объединенного капитала (СРС) в Канаде является одним из примеров схем, облегчающих выходы из инвестиций. Эта программа сводит вместе опытную команду менеджеров с малыми предприятиями, нуждающимися в капитале и компетентности, и таким образом предлагает альтернативу IPO. Программа дает возможность людям с опытом в области бизнеса и рыночных отношений сформировать «компанию объединенного капитала» с нулевыми активами, имеющую только небольшую сумму стартового капитала, которая регистрируется на Венчурной бирже Торонто (TSX) для мобилизации дополнительного капитала. Затем СРС изыскивает для себя инвестиционные возможности в каком-то растущем предприятии и использует мобилизованный капитал для приобретения этого предприятия в рамках сделки «с оговоренными условиями». После этого акции СРС продолжают обращаться на бирже на регулярной основе.

## *7. Роль политических инициатив*

1. Участие государства в сфере венчурного инвестирования должно заключаться в дополнении и поддержке, а не в замещении действующих рыночных механизмов размещения капитала в инновационные предприятия.
2. В рамках государственных инициатив по поощрению венчурных инвестиций необходимо уделять пристальное внимание созданию должных стимулов для отбора и развития частными инвестиционными менеджерами динамично развивающихся, коммерчески жизнеспособных предприятий:
  - просто защита от рисков убытков не создает подобных стимулов;

- обеспечение асимметричного распределения доходов от успешных инвестиций (с помощью опционов на покупку государственной доли или лимитирования доходов, перечисляемых государству) обеспечивает такие стимулы, улучшая соотношение рисков и доходности в случае инновационных предприятий;
  - четкая сфокусированность программы облегчает создание должных стимулов.
3. Налоговые стимулы, как правило, являются эффективными для поощрения индивидуальных инвестиций в частные предприятия. Однако правила их применения должны быть предельно однозначными для обеспечения того, чтобы получающие такие льготы предприятия являлись именно теми, для которых предназначены эти схемы.
  4. Количество инновационных предприятий зависит от наличия хорошо устоявшейся предпринимательской культуры и информированности, прежде всего в учебных и научно-исследовательских учреждениях.
  5. Гранты являются важным и (потенциально) эффективным источником финансирования технико-экономических обоснований и этапа разработки продукции. Поэтапное распределение грантов можно использовать в качестве эффективного средства для хотя бы частичного преодоления неопределенности, присущей коммерциализации научных знаний, и для выделения большего объема средств на проекты с более значительными перспективами коммерциализации. Децентрализация и активное подключение исследовательских учреждений к процессу предоставления грантов позволяют повысить информированность о таких программах и эффективность принятия решений.
  6. Вопросу о наличии инвестиционных навыков у местных частных инвесторов уделяется ограниченное внимание. Поэтому имеются широкие возможности для содействия развитию навыков и трансферу знаний из регионов, имеющих более развитую

инфраструктуру финансирования инновационной деятельности на ее ранних стадиях.

7. Ожидается, что инвесторы в инновационные предприятия ранних стадий будут вносить в предприятия не только финансы, но и свои специальные знания и навыки. Наличие и доступность соответствующих навыков управления и развития таких предприятий являются существенным компонентом инфраструктуры финансирования. Обучение и обмен знаниями являются важнейшими механизмами приобретения необходимого опыта в тех странах и регионах, где таких знаний не хватает.
8. Материальные стимулы в виде опционов на покупку акций являются важным инструментом, с помощью которого создающиеся инновационные предприятия привлекают и удерживают квалифицированных менеджеров и уравнивают собственные интересы с интересами инвесторов ранних стадий.
9. Создание специальных правил и положений о листинге на фондовых рынках, адаптированных к специфическим потребностям малых растущих компаний, является важным инструментом расширения доступа таких компаний к капиталу развития и улучшению возможностей выхода для частных инвесторов, финансирующих эти компании на самых ранних стадиях их развития.
10. Степень, в которой существующие или специально созданные фондовые биржи могут эффективно служить источниками капитала для малых растущих компаний, зависит от наличия системы экспертной поддержки со стороны инвестиционных банков, аналитиков, консультантов, и т.д., которые хорошо понимают и соответствующим образом доводят до сведения основных инвесторов особенности соотношения рисков и доходов таких компаний.

## **VI. Рекомендации политического характера**



## *1. Правильный образ политического мышления*

Любые рекомендации политического характера, направленные в сторону улучшения условий финансирования ранних стадий развития инновационных предприятий с конечной целью развития местной формальной и неформальной индустрии ВК, должны выработываться с учетом фундаментальных проблем, связанных с построением рынков для частного финансирования, а также с наиболее очевидными ограничениями или возможными требованиями по отношению к государственному участию. В целом проблема развития индустрии ВК тесно взаимосвязана с проблемой одновременности: «Три основные составляющие необходимы для процесса построения: капитал, специализированные финансовые посредники и предприниматели. Проблема в том, что любая из этих составляющих появится, как только будут в наличии две остальные, и ни одна из них не появится в отсутствие остальных»<sup>221</sup>.

Анализ очерченной ситуации приводит к выводу о том, что рекомендации политического характера, которые будут перечислены ниже, нельзя осуществлять вслепую, не учитывая одновременно все элементы, составляющие цикл частного финансирования. Поэтому любая политическая инициатива должна базироваться на предварительном глубоком изучении потенциального ландшафта индустрии венчурного капитала в стране, с выделением как условий, благоприятствующих развитию индустрии ВК, так и тех областей, где требуется неотложное вмешательство.

Государственные программы, касающиеся финансирования частного бизнеса, находятся под влиянием политиков и бюрократов, что может помешать принятию обоснованных бизнес-решений. Опасность политического вмешательства в специфические интересы венчурного инвестирования особенно велика, когда координация программы и принятие решений о финансировании происходят централизованно<sup>222</sup>. С другой стороны, влияние бюрократии может сказываться в том, что менеджерам программы больше приходится

<sup>221</sup> Gilson (2003, p.1069).

<sup>222</sup> Lerner (2002).

заниматься отчетностью и запрашиванием кредитов для достижения более позитивных результатов программы, чем это могло бы быть без участия государства (когда государство по существу вытесняет частное финансирование). Примером такой ситуации является поддержка компаний, которым не нужно финансирование, но они с большой вероятностью могут добиться успеха, поэтому и программа в целом может показать более высокую результативность<sup>223</sup>.

Приведенные ниже рекомендации сгруппированы по четырем стадиям цикла прямого инвестирования, детально обсуждавшихся в Разделе III этой публикации.

## *2. Мобилизация капитала*

В качестве основного условия, каждое правительство должно позаботиться о том, чтобы национальные нормы, регулирующие инвестиции пенсионных фондов, страховых компаний и других институциональных инвесторов в фонды ВК, а также налоговый режим инвестиционных механизмов, были приведены в соответствие с нормами в странах, имеющих развитые рынки ВК. Некоторые из норм, которые, возможно, придется пересмотреть, касаются количественных ограничений на вложение средств в «альтернативные» классы активов, а также правил «безопасной гавани» и «благоразумного человека», которые лежат в основе инвестиционных решений (по определению Директивы 2003/41/ЕС).

Поскольку некоторые страны уже создали специализированные структуры фондов для мобилизации венчурного капитала, им следует принимать дальнейшие меры, чтобы обеспечить их наиболее эффективными характеристиками, присущими, например, партнерствам с ограниченной ответственностью (фиксированные сроки жизни, непосредственное распределение поступлений между членами партнерства, отсрочка налоговых обязательств до продажи ценных бумаг и отсутствие вмешательства со стороны партнеров с ограниченной ответственностью).

<sup>223</sup> См.: Wallsten (2002) – обсуждение программы SBIR в США.

Существующая на сегодня фрагментация европейского рынка ВК и разнородность национальных подходов препятствуют осуществлению международных венчурных инвестиций в Европе. Чтобы создать более гибкие условия для международного венчурного инвестирования, важнейшая роль каждой отдельной страны заключается в пересмотре существующих регуляторных постановлений и принятии новых.

Уменьшение налогов на прирост капитала может послужить главным толчком к увеличению поставок капитала фирмам ВК, а также повысит мотивацию этих фирм к осуществлению рискованных инвестиций.

Если местный институциональный капитал является недостаточным или неподходящим, усилия на уровне политических инициатив должны быть нацелены на создание условий, привлекательных для капитала иностранных институциональных инвесторов. Такие условия включают в себя согласование местных налоговых и нормативных режимов с режимами тех стран, которые ведут конкурентную борьбу за иностранный институциональный капитал.

Даже если регуляторное окружение благоприятствует созданию фондов ВК, местные институциональные инвесторы могут держаться в стороне из-за недостаточного знания различных особенностей индустрии ВК. Помочь в решении этих проблем могут программы повышения уровня образования управляющих институциональными фондами и налаживания взаимоотношений с местным сообществом ВК. Содействие формированию звена финансовых или специализированных инвестиционных консультантов может дать дополнительную поддержку признанию венчурного капитала в качестве класса институциональных инвестиций.

Если институциональные инвесторы открыты для инвестирования средств в фонды ВК, но не имеют достаточной информации о конкретных фондах – например, если фонды недавно созданы или управляются относительно неопытными менеджерами – правительства могут использовать программы для поддержки институ-

циональных фондов, выступая в роли опорных инвесторов и обеспечивая необходимую сертификацию менеджеров фондов. Такие программы должны быть достаточно продолжительными, чтобы позволить поддерживаемым ими венчурным фондам пройти сквозь несколько циклов финансирования и создать себе надежную финансовую историю. Частно-государственное партнерство также может компенсировать подверженность рискам и недостаток частных инвесторов.

Дополнительным подходом для стран Евросоюза – подходом, не включающим в себя финансирование, – является создание программ, в рамках которых местные фонды ВК устанавливают связи с Европейским инвестиционным фондом, чтобы он, в соответствии с мандатом, данным Европейской Комиссией, помог им получить доступ к дополнительному источнику государственного финансирования и сертификации с институциональными инвесторами.

Для сглаживания сбоев в циклах ВК в периоды снижения активности процесса мобилизации капитала могут вводиться в действие государственные программы фондов фондов. Они смогут поддерживать способность существующих фирм ВК мобилизовывать дополнительный капитал для дальнейшего финансирования своих портфельных компаний, создавая таким образом для них предпосылки успешного выхода в будущем. Это поможет им завоевать определенную деловую репутацию, которая сыграет свою роль на следующем этапе мобилизации частных средств.

### *3. Инвестиции*

Правительственные инициативы, помогающие осуществлению инвестиционной стадии цикла венчурного инвестирования, должны быть нацелены на увеличение количества инвестиционных возможностей, обеспечение эффективного роста масштабов производства посредством увеличения финансирования и в то же время должны поддерживать кооперацию с местными игроками, улучшать возможности инвесторов искать и отбирать перспективные компании

и содействовать структурированию инвестиционных договоров, в которых должны предусматриваться поощрительные стимулы как для инвесторов, так и для предпринимателей, с целью увеличения потенциала коммерческого успеха предприятий.

### 3.1. Поддержка предпринимательства

Образование играет важную роль в развитии предпринимательства<sup>224</sup>. Во всем мире университеты включают курсы по обучению предпринимательству в учебные программы факультетов бизнеса, инженерных, гуманитарных и научных школ. Такие курсы знакомят студентов с предпринимательским процессом и дают им базовые навыки оценки и планирования бизнес-возможностей и подготовки бизнес-планов. Поскольку разговоры о предпринимательстве как о возможности создать карьеру ведутся и дома, и на работе, и в учебном заведении, должно постепенно меняться отношение и к принимаемым рискам, и к гарантиям сохранения работы. Кроме преподавания в вузах, обучение основам предпринимательства может вводиться в программы среднего образования, а также проводиться в виде курсов повышения квалификации.

Кроме того, в образовательных программах можно также предусмотреть изучение специфики процесса венчурного инвестирования – в частности, тех ролей, которые играют в этом процессе бизнес-ангелы и венчурные инвесторы. Повышение осведомленности потенциальных предпринимателей о различных вариантах финансирования, а также углубление понимания ими того, на что обращают внимание частные инвесторы и как они принимают решения, дают возможность увеличить спрос на частный капитал.

Там, где в фокусе внимания находится предпринимательство в технологической сфере – коммерциализация новейших научных достижений путем создания технологически-ориентированных фирм – правительства могут содействовать созданию или укреплению офи-

---

<sup>224</sup> Приоритетные действия, обозначенные на заседании Совета Европы весной 2006 года в рамках стратегии «Партнерство в целях роста и создания рабочих мест», включают в себя активизацию процесса обучения предпринимательству.

сов по трансферу технологий или других учреждений, сближающих научный и деловой миры. Подобные агентства можно создавать при крупнейших исследовательских учреждениях, и они должны стремиться дать преподавательскому составу и научным сотрудникам знания в вопросах выявления предпринимательских возможностей, реализации этих возможностей и развития их коммерческого потенциала<sup>225</sup>.

Любое содействие в обмене информацией между учеными, инженерами, менеджерами, предпринимателями и т.д., организованное в виде специальных форумов, конференций, венчурных ярмарок или платформ для онлайн-обсуждений, улучшит информационные потоки для выявления потенциальных инновационных возможностей. Подобные усилия могут быть предприняты по отношению к инновационным и инвестиционным сетевым организациям, поддерживаемым Европейской Комиссией (например, Europe INNOVA, PRO INNO Europe, EASY).

### 3.2. Государственный «довенчурный» капитал

Программы инкубаторов и посевного капитала представляют собой важные источники первоначального капитала и эффективные средства подготовки компаний, обладающих высоким потенциалом, к работе с профессиональными инвесторами, такими как бизнес-ангелы и фирмы ВК. Там, где такие программы отсутствуют, правительствам следует рассмотреть возможности их внедрения. Ниже будут перечислены некоторые проблемы, связанные с эффективностью работы этих программ.

Когда государство намеревается осуществлять непосредственное финансирование инновационных компаний с целью увеличения потока инвестиционных возможностей для фирм ВК, его ключевая роль состоит в «аттестации» этих компаний перед потенциальными венчурными инвесторами, которые иначе просто не заметили бы

---

<sup>225</sup> В «Инновационной стратегии на широкой основе» Европейской Комиссии представлено всестороннее руководство к тому, как сделать Европу основанным на знаниях, поощряющим инвестиции обществом (ЕС, 2006).

эти компании по причине проблем информационной асимметрии<sup>226</sup>. Для некоторых инновационных компаний – особенно для тех, которые хотят коммерциализовать новые технологии, – многие из суждений относительно потенциальной стоимости проекта связаны с оценкой перспективности данного технологического предложения. При отборе инвестиций решения государственных служащих только в том случае могут считаться более важными, чем решения частных профессионалов, если у этих служащих есть соответствующая квалификация в области технологий. Это означает, что отбор проектов для государственного финансирования должен находиться в руках специальных агентств, где такая квалификация присутствует.

Говоря в целом, для того чтобы частные инвесторы с доверием относились к государственному участию, государственные программы посевного капитала должны содержать в себе элементы, которые делают процесс венчурного инвестирования эффективным: тщательный отбор, поощрительные стимулы, мониторинг, поэтапное финансирование, стратегическую и управленческую поддержку. Перед тем как начать действовать в качестве венчурных капиталистов, участники со стороны государства должны лучше понять особенности индустрии ВК и установить с нею прочные взаимоотношения. Кроме того, государственные фонды ВК могут создаваться в рамках частно-государственного партнерства.

Чтобы обеспечить надлежащий отбор компаний с высоким потенциалом для оказания им поддержки, участники со стороны государства должны пользоваться профессиональными критериями отбора с учетом будущего участия частных инвесторов. Такой подход поможет избежать отбора компаний с низкими возможностями, который может явиться главной причиной неудачи государственных программ финансирования. Крайне важно провести изучение результатов прошлой деятельности компании, опыта управляющей команды, наличия четкой продуктивно-рыночной стратегии, поскольку эти факторы всегда являлись хорошими индикаторами коммерческого успеха предприятия. Чтобы лучше подготовить принимающих решения сотрудников к проведению таких оценок, государству сле-

---

<sup>226</sup> См.: Lerner (2002).

дует предусмотреть для них соответствующее обучение и тренинг. Также возможно привлечение специалистов из частного сектора.

Для обеспечения более эффективного размещения капитала и непрерывности процесса финансирования предприятий, демонстрирующих растущую перспективность, финансирование, предоставляемое по линии программ поддержки ранних стадий, должно осуществляться поэтапно. На первоначальном этапе должны выделяться небольшие гранты для проведения технико-экономического обоснования и анализа рынка. На втором этапе, когда предприятия подают заявки после успешного завершения первого этапа, выделяются более крупные средства для разработки продукции и первичного маркетинга. По завершении этого этапа предприятия будут хорошо подготовлены к крупномасштабной коммерциализации и должны быть способны привлекать частный капитал для расширения производства.

Следует уделять большое внимание надзору за получателями финансирования и их поддержке. С этой целью участники должны не только иметь надлежащий экспертный опыт в сфере бизнеса, но и придерживаться подхода, основанного на стратегической гибкости, и быть готовыми корректировать стратегию или схемы действий на рынке, поскольку предприятие действует в условиях неопределенности.

В своих попытках увеличить поток инвестиционных возможностей для фирм ВК государство должно лучше прислушиваться к венчурному сектору страны, принимая во внимание его отраслевые предпочтения<sup>227</sup>. С учетом узкой направленности этой индустрии на осуществление венчурных инвестиций, государство может финансировать компании в тех секторах, которые в настоящее время не популярны среди венчурных инвесторов, и обеспечивать последующее финансирование компаний, получивших венчурные инвестиции, или соинвестировать с частными фондами ВК, когда сумма мобилизованного венчурного капитала недостаточна.

---

<sup>227</sup> См.: Lerner (2002).



### 3.3. Поощрение неформальных инвесторов

Благоприятные условия налогообложения частных неформальных инвестиций являются, вероятно, самым мощным средством поощрения государством неформальных инвестиций в инновационные предприятия. Оказывается, что страны с наиболее развитыми рынками бизнес-ангелов – это те страны, в которых предлагаются налоговые льготы бизнес-ангелам и другим частным инвесторам. В число налоговых льгот могут входить возможности списания убытков со счетов налоговых обязательств или получения налоговых скидок на определенный период времени на часть осуществленной инвестиции. Такие налоговые льготы могут применяться не только для поднятия уровня инвестирования неформального сектора, но и для поощрения неформальных инвесторов к ориентации на долгосрочную перспективу.

Для повышения осведомленности инвесторов о состоянии рынка и увеличения их финансового потенциала можно предусмотреть формальную подготовку неформальных инвесторов по вопросам, связанным с процессом частного финансирования, а также с текущими тенденциями на рынках и в сфере технологий.

Для того чтобы исправить положение с недостаточным поступлением инвестиционной информации на рынок бизнес-ангелов, должна быть организована государственная поддержка организации сетей бизнес-ангелов. Такие сети не только объединяют ресурсы отдельных ангелов, увеличивая таким образом их инвестиционный потенциал, но также позволяют им сделать свое присутствие на рынке более заметным, что в свою очередь облегчает им встречи с потенциальными предпринимателями.

Учреждение фондов соинвестиций в форме частно-государственных партнерств также может быть отличным способом привлечения новых инвесторов в сети бизнес-ангелов и увеличения их инвестиционной активности.

### 3.4. Поиски сделок и их отбор

Поскольку многие венчурные капиталисты выходят из финансовой среды (сотрудники инвестиционных или коммерческих банков, бухгалтеры), им нужно получить дополнительные знания о том, как работают технологические предприятия и что собой представляет полная неопределенностей среда инновационных предприятий ранних стадий. Государство может кооперироваться с учебными заведениями (например, школами бизнеса) для организации учебных курсов для новых или потенциальных венчурных капиталистов.

В школах бизнеса могут быть созданы программы для подготовки венчурных капиталистов, которые могли бы впоследствии трудоустроиться в существующие фирмы ВК или же стать бизнес-ангелами, если они уже сделали успешную карьеру где-то в другом месте. Со временем такие программы могли бы оказаться полезными в деле создания и распространения опыта венчурного инвестирования, повышая уровень знаний в регионах среди участников индустрии ВК.

Еще один способ расширения обмена знаниями в сфере венчурного инвестирования связан с формальным и неформальным сотрудничеством с более опытными иностранными фирмами ВК. Подобное сотрудничество можно сделать одним из предварительных условий для получения государственного финансирования, как это делается в программе Yozma в Израиле. Кроме того, можно предпринять особые усилия для того, чтобы привлечь иностранные фирмы ВК к работе на территории своего государства.

Для дальнейшего облегчения поиска источников сделок следует наладить взаимодействие между технологическим и инновационным сообществом (включая инкубаторы и фонды посевного капитала), бизнес-ангелами и сектором ВК. В основе такого взаимодействия должны лежать обмен информацией о соответствующих технологиях или рынках, обмен опытом, а также предоставление информации по перспективным инвестиционным сделкам.

### 3.5. Структурирование сделок

«Поощрительные опционы на покупку акций» являются основной формой вознаграждения для предпринимателей и управляющих компаний, получивших венчурные инвестиции. Они обеспечивают мощные побудительные стимулы для менеджеров компаний развивать бизнес и подготавливать успешный выход для венчурных инвесторов. В этой связи правительства должны проверить на местах ситуацию с наличием, использованием и налогообложением опционов на покупку акций и убедиться, что она соответствует нормам, принятым в странах с развитыми рынками ВК.

Другим способом улучшения структуры сделки с целью уравнивания интересов предпринимателей и венчурных капиталистов является расширенное применение конвертируемых привилегированных акций – наиболее широко используемых ценных бумаг в сделках с участием венчурного капитала в США. Поскольку применение и стимулирующий эффект конвертируемых привилегированных акций зависят от определенного налогового режима<sup>228</sup>, можно пересмотреть и изменить местные налоговые правила.

Там, где применение конвертируемых привилегированных акций является невозможным<sup>229</sup>, можно использовать другие пути (например, комбинация с другими финансовыми инструментами) для уравнивания интересов предпринимателей и венчурных капиталистов и создания высокой финансовой мотивации для предпринимателей развивать свои компании и создавать инвесторам возможности для выхода.

---

<sup>228</sup> См.: Gilson and Schoar (2003).

<sup>229</sup> Например, бизнес-ангелы в Соединенном Королевстве, для того чтобы воспользоваться преимуществами Схемы инвестирования в предприятия (EIS), берут на себя обязательство покупать обыкновенные акции компании.

#### 4. Создание добавленной стоимости

По причине существования проблем неопределенности, информационной асимметрии и расходов на посредническую деятельность, способность фирм ВК функционировать в качестве успешных финансовых посредников зависит от правильно составленного контракта (в котором предусмотрены надлежащие поощрительные стимулы для предпринимателей «выращивать» и вести бизнес к успешному выходу), возможностью мониторинга и наличия компетентности и опыта<sup>230</sup>.

Прочная система поддерживающих служб – адвокаты, консультанты, агенты по найму руководящих кадров, эксперты по маркетингу и т.д., настроенная на удовлетворение потребностей молодого инновационного или высокотехнологического предприятия, является значимой для возможностей фирмы ВК участвовать в процессе создания добавленной стоимости предприятия. По мере роста индустрии ВК эта система тоже развивается. Доступ к таким услугам на ранних этапах развития индустрии ВК может оказаться решающим для успеха первых венчурных фондов.

Условия, на которых государство инвестирует в фонды ВК, должны быть такими, чтобы стимулировать венчурных капиталистов добиваться высоких прибылей на свои инвестиции. Следует отметить, что попытки обеспечить защиту от убытков при помощи гарантий оказались контрпродуктивными. Как показал опыт нескольких стран, установление верхнего предела прибыли, приходящейся на долю государства, и передача всей избыточной суммы прибыли венчурным капиталистам оказали сильнейший поддерживающий эффект на доходы фирм ВК, явившись, таким образом, эффективным механизмом «правильных» поощрительных стимулов для венчурных капиталистов.

Когда государство инвестирует совместно с частными инвесторами (например, фирмами ВК) в молодые компании, другим механизмом создания стимулов к получению высокой прибыли для венчурных

<sup>230</sup> Gilson (2003).

капиталистов является предоставление им опциона на покупку принадлежащих государству акций по заранее оговоренной (низкой) цене в оговоренные сроки.

Способность фондов ВК осуществлять дополнительное инвестирование в компании, которые успешно прошли намеченные этапы на пути своего развития и нуждаются в дополнительном капитале для дальнейшего роста и расширения, представляет собой важную часть привносимой в компанию добавленной стоимости. С точки зрения перспектив самого фонда ВК невозможность принимать участие в дополнительных раундах финансирования означает уменьшение его доли в компании, когда к сделке присоединятся новые инвесторы, и уменьшение его потенциала получения прибыли. Программы поддержки малых фондов финансирования ранних стадий должны учитывать необходимость в осуществлении дополнительного инвестирования в уже профинансированные ими компании.

## *5. Выходы*

Для того чтобы создать возможности для осуществления прибыльного выхода, фондовые рынки должны быть привлекательными для нового листинга малых и быстрорастущих компаний и обеспечивать достаточную ликвидность на вторичных рынках.

Существующие фондовые биржи или специально созданные альтернативные инвестиционные рынки должны проявлять бóльшую благосклонность к малым динамично развивающимся компаниям, например, путем снижения уровня своих требований к листингу и раскрытию информации, уменьшая минимальные сроки владения ценными бумагами и требования о выделении гарантийных сумм в случае нового листинга, а также предоставляя услуги по подготовке к листингу.

Ликвидность акций на фондовой бирже может быть повышена посредством консолидации региональных фондовых бирж и гармонизации регуляторных постановлений и системы торгов. Такие изме-

нения могут сделать эту биржу привлекательной для более широкого круга институциональных инвесторов.

В связи с появлением пан-европейских фондовых бирж для обслуживания предложений малых быстрорастущих компаний, правительства могут способствовать обмену соответствующей информацией (и поиску соответствующих путей выхода) среди отечественных венчурных инвесторов и инновационных предприятий.

Там, где IPO не представляет собой жизнеспособный способ выхода по причине слабо развитых местных рынков капитала или отсутствия доступа к иностранным рынкам, следует рассмотреть возможность процедуры поглощения (особенно в случае иностранных покупателей) в качестве другого пути для выхода местных венчурных инвесторов. Такая процедура может нуждаться в некоторых усовершенствованиях – создании налоговых стимулов, упрощении регуляторных предписаний для поглощения внутри страны или повышении уровня взаимодействия предприятий и стимулирования поглощений в ведущих отечественных отраслях промышленности.

## Литература

Aleman, L., & Martí, J. 2005. Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms. ESADE Working Paper.

Almeida Capital. 2006. European fundraising review 2005: A preview for 2006. London: Almeida Capital.

Amit, R., Brander, J., & Zott, C. 1998. Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6): 441-466.

Arnold, E., & Snowden, P. 2000. *SND: Organization and structure*. Brighton: Technopolis.

Audretsch, D. B., Weigand, J., & Weigand, C. 2002. The impact of the SBIR on creating entrepreneurial behavior. *Economic Development Quarterly*, 16(1): 32-38.

Audretsch, D. B. 2003. Standing on the shoulders of midgets: The U.S. Small Business Innovation Research Programme (SBIR). *Small Business Economics*, 20: 129-135.

Audretsch, D. B., & Elston, J. A. 2006. Can institutional change impact high-technology firm growth? Evidence from Germany's Neuer Markt. *Journal of Product Analysis*, 25: 9-23.

Avnimelech, G., & Teubal, M. 2004. Venture capital start-up co-evolution and the emergence & development of Israel's new high tech cluster. *Economics of Innovation and New Technology*, 13(1): 33-60.

Bank of England. 2001. The financing of technology-based small firms: A second report.

Barkley, D. L., Ferland, C., Ferdinand, D., Freshwater, D., Markley, D. M., Rubin, J. S., & Shaffer, R. 2000. Directory of state-assisted venture capital programmes. Columbia, MO: Rural Policy Research Institute. Available: <http://www.rupri.org>.

Becker, R., & Hellmann, T. 2003. The genesis of venture capital - lessons from the German experience. CESIFO Working paper No. 883. [www.CESifo.de](http://www.CESifo.de).

Black, B. S., & Gilson, R. J. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: Bank versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47: 243-277.

Branscomb, Lewis M. and Philip E. Auerswald (2002). Between Invention and Innovation: An Analysis of Funding for Early Stage Technology Development. Prepared for the Economic Assessment Office. Advanced Technology Program. National Institute of Standards and Technology. <http://www-15.nist.gov/eao/gcr02-841/gcr02-841.pdf>

Brouwer, M., & Hendrix, B. 1998. Two worlds of venture capital: What happened to US and Dutch early stage investment? *Small Business Economics*, 10: 333-348.

Bygrave, W. D., & Quill, M. 2007. Global entrepreneurship monitor: 2006 financing report: Babson College and London Business School.

Casamatta, C. 2003. Financing and advising: Optimal financial contracts with venture capitalists. *Journal of Finance*, 58(5): 2059-2085.

Cumming, D., & MacIntosh, J. G. 2003. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, 27: 511-548.

Cumming, D. 2005. Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting. *Journal of Business Venturing*, 20: 573-622.



Cumming, D. 2006. Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing*, 22: 193-235.

Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. 2006. Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 12: 214-245.

Cumming, D., Fleming, G., & Suchard, J. A. 2005. Venture capitalist value-added activities, fundraising and draw downs. *Journal of Banking and Finance*, 29(2): 295-331.

Cumming, D., & MacIntosh, J. G. 2006. Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 21: 569-609.

Cumming, D. 2007. Financing entrepreneurs: Better Canadian policy for venture capital. C.D. Howe Institute.

Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. 2006. Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, 90: 1699– 1723.

De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. 2006. An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20: 90-112.

Desai, R. and Goldberg, I. (Eds). 2007. Enhancing Russia's Competitiveness and Innovative Capacity, The World Bank, Washington D.C.

Dimov, D., & Shepherd, D. A. 2005. Human capital theory and venture capital firms: Exploring "Home runs" And "Strike outs". *Journal of Business Venturing*, 20(1): 1-21.

Dimov, D., & DeClercq, D. 2006. Venture capital investment strategy and portfolio failure rate: A longitudinal study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2): 207-223.

Dimov, D., Shepherd, D. A., & Sutcliffe, K. M. 2007. Requisite expertise, firm reputation and status in venture capital investment allocation decisions. *Journal of Business Venturing*, 22: 481-502.

DTI. 2005. Industrial Development Act 1982: Annual report (March 31, 2005). London: The Stationery Office.

EBAN. 1998. Dissemination report on the potential for business angel investment and networks in Europe.

EBAN. 2005. Statistics addendum, 2005.

EBAN. 2007. Statistics addendum, 2006.

Enterprise Ireland. 2006. Seed & venture capital programme 2000-2006: 2005 Report.

European Commission. 1994. White paper “growth, competitiveness, employment. The challenges and ways forward into the 21st century”.

European Commission. 1995. Green paper on innovation.

European Commission. 1996. The first action plan for innovation in Europe.

European Commission. 2003. Communication from the commission to the council and the European parliament on the implementation of the risk capital action plan (RCAP).

European Commission. 2005. Improving opportunities for initial public offerings on growth stock markets in Europe: Report from the workshop held on 24 May 2005 in Brussels. DG Enterprise and Industry.

European Commission. 2006. Putting knowledge into practice: A broad-based innovation strategy for the EU. Communication from the

commission to the council, the European parliament, the European social and economic committee and the committee of the regions.

**European Commission.** 2007. Removing obstacles: Expert group report on removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds. DG Enterprise and Industry.

**European Investment Fund.** 2007. Annual report, 2006.

**Eurostat.** 2007. Science, technology and innovation in Europe.

**The Evaluation Partnership.** 2006. External evaluation of the pilot scheme CREA concerning support for venture capital companies financing SMEs in the seed and start-up phase: Final report. EC:

**DG Enterprise and Industry.** [http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/crea\\_evaluation/crea\\_evaluation\\_report\\_final\\_300106.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/crea_evaluation/crea_evaluation_report_final_300106.pdf)

**EVCA.** 2002. Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe.

**EVCA.** 2005a. Fulfilling the promise of venture-backed high potential companies: Why we need to fix small cap markets in Europe. EVCA High Tech Committee.

**EVCA.** 2005b. Taxation of corporate profits, dividends and capital gains in Europe. EVCA Tax & Legal Committee.

**EVCA.** 2005c. Employment contribution of private equity and venture capital in Europe.

**EVCA.** 2006. Benchmarking European tax and legal environments.

Fenn, G., Liang, N., & Prowse, S. 1995. The economics of the private equity market. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Fiet, J. O. 1995. Reliance upon informants in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 10: 195-223.

Gedajlovic, E. & Dimov, D. 2007. Property rights theory and venture capital firms: Explaining Portfolio Composition and New Sector Entry. Working paper, University of Connecticut.

Gilson, R. J. 2003. Engineering a venture capital market: Lessons from the American experience. *Stanford Law Review*, 55: 1067-1103.

Gilson, R. J., & Schizer, D. M. 2003. Understanding venture capital structure: A tax explanation for convertible preferred stock. *Harvard Law Review*, 116(3): 874-916.

Global Insight. 2007. Venture impact: The economic importance of venture capital backed companies to the US Economy, 3rd Edition. NVCA.

Gompers, P. 1995. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, 50(5): 1461-1489.

Gompers, P., & Lerner, J. 1996. The use of covenants: An analysis of venture partnership agreements. *Journal of Law and Economics*, 39: 463-498.

Gompers, P., & Lerner, J. 1999. The venture capital cycle. Cambridge, MA: MIT Press.

Gompers, P., & Lerner, J. 2001. The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 145-168.

Groh, A. P., Liechtenstein, H. v., & Canela, M. 2007. Allocation determinants of institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships in Central and Eastern Europe. SSRN Paper # 977471.

Hambrecht, W. R. 1984. Venture capital and the growth of Silicon Valley. *California Management Review*, 26(2): 74-82.

Harrison, R. T., & Mason, C. M. 2000. Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, 2(3): 223-242.

Hellman, T., & Puri, M. 2002. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *Journal of Finance*, 57(1): 169-197.

Hsu, D. 2004. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *Journal of Finance*, 59(4): 1805-1844.

Hsu, D., & Kenney, M. 2005. Organizing venture capital: The rise and demise of an American research & development corporation, 1946-1973 *Industrial and Corporate Change*, 14(4): 579-616.

IVCA. 2005. The economic impact of venture capital in Ireland.

Jeng, L. A., & Wells, P. C. 2000. The determinants of venture capital funding: Evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6: 241-289.

Kaplan, S. N., & Schoar, A. 2005. Private equity performance: Returns, persistence and capital flows. *Journal of Finance*, 60(4): 1791-1823.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. 2003. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2): 281-315.

Karaomerlioglu, D., & Dahlstrand, A. L. 2000. The dynamics of innovation financing in Sweden. *Venture Capital*, 2(3): 203-221.

Kenney, M., & von Burg, U. 1999. Technology, entrepreneurship and path dependence: Industrial clustering in Silicon Valley and route 128. *Industrial and Corporate Change*, 8(1): 67-103.

Kortum, S., & Lerner, J. 2000. Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 31: 674-692.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3): 1131-1150.

Lange, J., Leleux, B., & Surlemont, B. 2003. Angel networks for the 21st century: An examination of practices of leading networks in Europe and the US. *The Journal of Private Equity* (Spring): 18-28.

Lehrer, M. 2000. Has Germany finally fixed its high-tech problem? The recent boom in German technology-based entrepreneurship. *California Management Review*, 42(4): 89-107.

Lerner, J. 1995. Venture capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance*, 50: 301-318.

Lerner, J. 1999. The government as venture capitalist: The long-run impact of the SBIR programme. *Journal of Business*, 72(3): 285-318.

Lerner, J. 2002. When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public venture capital' programmes. *Economic Journal*, 112(February): F73-F84.

Lerner, J., & Schoar, A. 2004. Transaction structures in the developing world: Evidence from private equity. MIT Sloan Working Paper 4468-04.

MacDonalds and Associates. 2005. Growing the businesses of tomorrow: Challenges and prospects of early-stage venture capital investment in Canada. MacDonalds and Associates Limited.

Manigart, S., & Struyf, C. 1997. Financing high technology startups in Belgium: An explorative study. *Small Business Economics*, 9(2): 125-135.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. 2000. Influences on the supply of informal venture capital in the UK: An exploratory study of investor attitudes. *International Small Business Journal*, 18(4): 11-28.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. 2002a. Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship and Regional Development*, 14: 271-287.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. 2002b. Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17: 211-236.

Maula, M., & Murray, G. 2003. Finnish Industry Investment Ltd: An international evaluation, Ministry of Trade and Industry publications, 1/2003, Industries Department. Helsinki.

Maula, M., Murray, G., & Jääskeläinen, M. 2007. Public financing of young innovative companies in Finland, Ministry of Trade and Industry Publications, 20/2007, Industries Department Helsinki.

Mayer, C., Schoorsb, K., & Yafeh, Y. 2005. Sources of funds and investment activities of venture capital funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom. *Journal of Corporate Finance*, 11(586-608).

Meyer, Thomas (2006). Venture capital: Spice for European Economies. *E-economics* 60. DB Research. [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD0000000000202800.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000202800.pdf)

Murray, G. 1994. The European Union's support for new technology based firms: An assessment of the first three years of the European seed capital fund scheme. *European Planning Studies*, 2(4).

Murray, G. 1998. A policy response to regional disparities in the supply of risk capital to new technology-based firms in the European Union: The European Seed Capital Fund scheme. *Regional Studies*, 32(5): 405-419.

Murray, G. 1999. Seed capital funds and the effect of scale economies. *Venture Capital*, 1: 351-384.

OECD. 2003a. Venture capital policy review: Canada. Directorate for Science, Technology and Industry.

OECD. 2003b. Venture capital policy review: Denmark. Directorate for Science, Technology and Industry.

OECD. 2003c. Venture capital policy review: Norway. Directorate for Science, Technology and Industry.

OECD. 2003d. Venture capital policy review: Portugal. Directorate for Science, Technology and Industry.

OECD. 2003e. Venture capital policy review: Spain. Directorate for Science, Technology and Industry.

OECD. 2003f. Venture capital policy review: Sweden. Directorate for Science, Technology and Industry.

OECD. 2003g. Venture capital policy review: United Kingdom. Directorate for Science, Technology and Industry.

OECD. 2003h. Venture capital policy review: United States. Directorate for Science, Technology and Industry.



Perry, L. T. 1988. The capital connection: How relationships between founders and venture capitalists affect innovation in new ventures. *The Academy of Management Executive*, 2(3): 205-212.

Pfirmann, O., Wupperfeld, U., & Lerner, J. 1997. *Venture capital and new technology based firms: An US-German comparison*. Heidelberg: Physica-Verlag.

PriceWaterhouseCoopers. 2007. *IPO watch Europe: Review of the year 2006*.

Russell Research. 2005. *The 2005-2006 Russell survey on alternative investing*. Russell Investment Group.

Romain, A., & Pottelsberghe, B. 2004. *The economic impact of venture capital: Solvay Business School, Research Institute in Management Sciences, Working Paper: WP-CEB 04/014*.

Rouvinez, C. 2006. *Top quartile persistence in private equity*. Private Equity International. June: 76-79.

Ruhnka, J. C., Feldman, H. D., & Dean, T. J. 1992. The “Living Dead” - phenomenon in venture capital investment. *Journal of Business Venturing*, 7(2): 137-155.

Sahlman, W. A. 1990. *The structure and governance of venture capital organizations*. *Journal of Financial Economics*, 27: 473-521.

Sapienza, H. 1992. *When do venture capitalists add value?* *Journal of Business Venturing*, 7(1): 9-27.

SBA. 2002. *State of the SBIC programme: Fiscal year 2002 special report*.

Sohl, J. 2006. Testimony in support of The Access to Capital for Entrepreneurs Act of 2006 (HR 5198). Center for Venture Research, University of New Hampshire.

Stedler, H., & Peters, H. H. 2003. Business angels in Germany: An empirical study. *Venture Capital*, 5(3): 269-276.

Тыквова, Т. 2004. Who are the true venture capitalists in Germany? Center for European Economic Research, Discussion Paper 04-16.

van Osnabrugge, M. 2000. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2(2): 91-109.

van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. 2001. The influence of a venture capitalist's source of funds. *Venture Capital*, 3(1): 25-39.

Wallsten, S. J. 2000. The effects of government-industry R&D programmes on private R&D: The case of the small business innovation research program. *RAND Journal of Economics*, 31(1): 82-100.

Widicus Jr, W. W. 1966. A quantitative analysis of the small business investment company program. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1(1): 81-111.

Wright, M., & Robbie, K. 1998. Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5/6): 521-570.

## Приложение

### Сводка государственных программ по странам

Мероприятия	CA	US	EU	AT	BE	DK	FI	FR	DE
<b>Прямое финансирование</b>									
Инвестиции через государственные фонды ВК	✓				✓	✓	✓		
Инвестиции через другие государственные агентства:									
Технико-экономические обоснования и другая «посевная» деятельность	✓		✓	✓			✓	✓	
Инновационные SMEs	✓		✓				✓		
Соинвестирование с частными инвесторами в инновационные SMEs	✓						✓	✓	✓
<b>Опосредованное финансирование</b>									
Инвестиции в находящиеся в частном управлении фонды ВК	✓	✓	✓				✓	✓	✓
Финансирование инкубаторов и других посредников финансирования ранних стадий	✓						✓	✓	
<b>Гарантии и поощрительные стимулы</b>									
Долговые гарантии для инвестиций в инновационные SMEs			✓	✓				✓	
Гарантии по инвестициям в акционерный капитал для инвестиций в инновационные SMEs				✓		✓		✓	
Налоговые стимулы для финансирования инновационных SMEs		✓			✓			✓	
Налоговые стимулы для инвестиций в фонды ВК	✓	✓			✓			✓	

*(продолжение таблицы)*

GR	IE	IT	NL	PT	ES	SE	UK	BG	CZ	EE	HU	LT	LV	PL	RO	SK	SI	IL	NO	CH	BL	KZ	RU
✓				✓	✓	✓										✓			✓				
✓			✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓												✓
	✓			✓				✓	✓	✓		✓	✓				✓					✓	
			✓				✓											✓			✓		
✓	✓			✓		✓							✓	✓				✓	✓			✓	✓
	✓	✓		✓	✓	✓			✓	✓					✓		✓	✓	✓			✓	
			✓	✓			✓	✓	✓				✓										
	✓	✓	✓	✓																			
✓	✓						✓																
							✓															✓	

## Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)

### Миссия

Содействие становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций в России

### Задачи

Формирование в России политического и предпринимательского климата, благоприятного для инвестиционной деятельности.

Представление интересов профессионалов рынка в органах исполнительной и законодательной власти, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри страны и за рубежом.

Информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского рынка прямых и венчурных инвестиций.

Развитие системы подготовки современных управленческих кадров для малых инновационных фирм и венчурных фондов.

Россия, 194156, Санкт-Петербург  
пр. Энгельса, д. 27, корп. 12В, офис 208  
факс: +7 (812) 326 6191  
тел: +7 (812) 326 6180  
rvca@rvca.ru  
www.rvca.ru



UNITED NATIONS  
ECONOMIC COMMISSION FOR EUROPE

## ОБЪЕДИНЕННЫЕ НАЦИИ

### Европейская экономическая комиссия

Европейская экономическая комиссия ООН — это одна из пяти региональных комиссий Организации Объединенных Наций. Она была учреждена в 1947 году Экономическим и Социальным Советом ООН (ЭКОСОС) с целью развития экономической деятельности и укрепления экономических связей внутри региона ЕЭК ООН и между этим регионом и остальным миром.

В период холодной войны ЕЭК ООН успешно поддерживала диалог между Востоком и Западом. В настоящее время ЕЭК ООН сосредотачивает свои усилия на строительстве экономической и социальной Европы завтрашнего дня. Многочисленные мероприятия ЕЭК ООН в области транспорта, окружающей среды, статистики, энергетики, торговли, экономического сотрудничества и интеграции, а также технического содействия позволяют ей решать большинство задач 21-го века.

ЕЭК ООН служит для правительств региональным форумом для разработки конвенций, норм и стандартов с целью гармонизации действий и облегчения обмена мнениями между государствами-членами. Выполняя эту функцию, ЕЭК ООН обеспечивает гарантии безопасности и качества потребителям, помогает охранять окружающую среду, упрощает процедуры торговли, а также способствует более тесному единению государств-членов внутри региона и их более полной интеграции в мировую экономику.

Адрес: Palais des Nations, CH - 1211 Geneva 10, Switzerland  
Тел.: (41-22) 917-1234; Факс: (41-22) 917-0505;  
Эл. почта: [info.ece@unece.org](mailto:info.ece@unece.org)