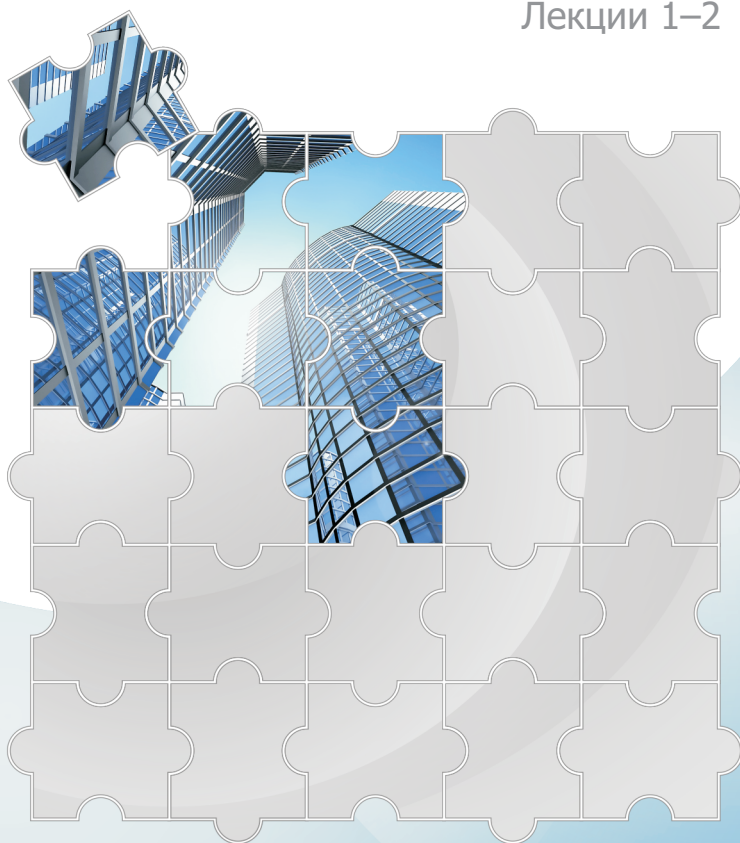


Иван Родионов
Альбина Никконен

Тема 1

Рынок венчурного капитала

Лекции 1–2



РАВИ

РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ
ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ



ТРЕНИНГ-ЦЕНТР

ЦЕНТР ИННОВАЦИОННОГО
МЕНЕДЖМЕНТА



РОСНАНО

ФОНД ИНФРАСТРУКТУРНЫХ
И ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫХ ПРОГРАММ

Разработка



Российская ассоциация
венчурного инвестирования
(РАВИ)



ЗАО «Центр инновационного менеджмента»
(Базовый образовательный-центр РАВИ)

Поддержка



Фонд инфраструктурных
и образовательных программ
РОСНАНО

Оглавление

Предисловие	5
Об авторах	7
Лекция 1.	
Предпринимательство в условиях экономики, основанной на знаниях	9
1.1. Современное предпринимательство и его правила	9
1.2. Экономика, основанная на знаниях, и инновационная модель роста	18
1.3. Национальная инновационная система и венчурный капитал	35
Лекция 2.	
Венчурный бизнес и его структура	56
2.1. Основные понятия венчурного бизнеса	56
2.2. Место венчурной индустрии в финансировании роста компаний	59
2.3. Роль венчурного финансирования	63
2.4. Цели индустрии прямого инвестирования в акционерный капитал	68
2.4.1. Цели инвестируемых компаний	68
2.4.2. Цели инвесторов	73

2.4.3.	Цели управляющих фондами (управляющих компаний)	81
2.5.	Характеристики источников венчурного капитала	83
2.5.1.	Понятия «венчурного» и «невенчурного» капитала	83
2.5.2.	Виды источников венчурного капитала	84
2.6.	Структурирование фондов венчурного капитала	89
2.6.1.	Ограничение ответственности	90
2.6.2.	Исключение дополнительного уровня налогообложения	90
2.6.3.	Пригодность для любых инвесторов	91
2.6.4.	Минимальное налогообложение платы за управление фондом	91
2.6.5.	Удерживаемое вознаграждение с минимальным налогообложением	92
2.6.6.	Предложение об участии в фонде надлежащим инвесторам	92
2.6.7.	Простота в управлении	93
2.7.	Виды фондов	93
2.7.1.	Самоликвидирующийся фонд	94
2.7.2.	Вечнозеленый фонд	95
2.7.3.	Соглашения по клубному или параллельному инвестированию	96
2.7.4.	Фонды без права распоряжения	97
2.7.5.	Фонды для индивидуальных инвесторов	97
2.7.6.	Фонд или холдинговая компания	97

2.8. Прозрачность структуры фондов	98
2.8.1. Освобожденные (или непрозрачные) структуры	100
2.8.2. Прозрачные структуры	102
2.9. Возможности избежания двойного налогообложения	103
2.10. Типичные организационно-правовые формы, используемые в развивающихся странах	104
2.10.1. Резидентная структура	104
2.10.2. Прозрачные структуры	105
2.10.3. Непрозрачные структуры	106
2.10.4. Инвесторы США	107
2.11. Типичные сроки и условия работы фонда	109
2.11.1. Сроки	109
2.11.2. Расходы по управлению фондом	109
2.11.3. Сбор и распределение денежных средств	110
2.11.4. Управляющая компания/ генеральный партнер	112
2.11.5. Организационные и иные расходы	113
2.12. Удерживаемое вознаграждение	115
2.13. Формы и типичные сроки и условия деятельности венчурных фондов в России	118
2.14. Государственно-частное партнерство в формировании и обеспечении эффективности работы венчурной индустрии	120

2.14.1.	Партнерство общества и бизнеса в формировании национальной инновационной системы	123
2.14.2.	Цели и задачи государственных программ поддержки венчурного капитала	130
2.14.3.	Модели развития венчурной индустрии и эволюция «венчурной экосистемы»	131
2.14.4.	Элементы венчурной экосистемы	133
2.14.5.	Национальные особенности венчурного бизнеса	134
2.14.6.	Жизненный цикл развития венчурной индустрии в стране	137
2.14.7.	Характеристики стран с развитой венчурной индустрией	138
2.14.8.	Роль государства в развитии модели венчурной индустрии	140
2.14.9.	Роль частного бизнеса в формировании венчурной экосистемы	142
2.14.10.	Модели государственно-частного партнерства в области венчурного капитала, применяемые в мире	142
2.14.11.	Обобщение практики моделей государственной поддержки венчурного капитала и рекомендации Европейской Экономической Комиссии ООН	172

Предисловие

Вопросы привлечения инвестиций всегда находятся в центре внимания властных структур, поскольку адекватное финансирование жизненно необходимо для хозяйственной деятельности каждого субъекта экономики, тем самым определяя процесс экономического роста страны в целом. Постоянное технологическое обновление, инновации – особенно в условиях современного мира – требуют наличия на рынке достаточного числа специалистов, обладающих компетенциями по развитию инновационных проектов, а также соответствующего предложения капитала для непрерывного их финансирования.

Венчурный капитал, как один из источников финансирования развития компаний с высоким показателем добавленной стоимости, является неотъемлемой частью финансового ландшафта. Эффективно работающая индустрия венчурного капитала способна обеспечить инвестициями наиболее динамично развивающиеся инновационные молодые предприятия малого и среднего бизнеса, способствуя таким образом повышению конкурентоспособности российской экономики.

Освоение рынков технологической продукции – процесс не быстрый. Но скорость обновления путей реализации инноваций должна быть очень высока. А это, в свою очередь, предъявляет высокие требования к компетенциям, опыту и «образу мыслей» предпринимателей.

По мнению многих экспертов, главным препятствием развитию венчурного предпринимательства в России является не недостаток в деньгах, а дефицит профессиональных команд, способных одинаково эффективно управлять средствами инвесторов и развивать инновационные бизнесы.

Предлагаемый Курс лекций – это не подробное пособие по инвестированию в частные компании для извлечения максимальной прибыли и не инструкция по привлечению капитала для развития бизнеса, здесь нет рецептов, как стать успешным предпринимателем. На основе анализа глобальных достижений венчурной индустрии, а также с учетом имеющегося богатого практического и педагогического опыта в инвестиционной сфере в России, на страницах издания подробно описывается весь механизм деятельности венчурных фондов. Отдельное внимание уделяется и аспектам привлечения и предоставления инвестиций, и специфике изучения потенциальных объектов инвестиций, и вопросам структурирования сделок.

В первую очередь публикация предназначена для тех, кто планирует привлечь инвестиции в собственную компанию. Эта книга представляет собой источник информации о логике принятия решений венчурными инвесторами, их требованиях к объекту инвестиций и практике взаимодействия с партнерами по бизнесу, помогает детально и поэтапно выстраивать с ними правильные взаимоотношения.

Для удобства пользования материал Курса был разбит на четыре книги. В последней из них приводится список использованной и рекомендованной литературы, а также вопросы и возможные темы самостоятельных работ для студентов.

Искренне надеемся, что книга будет полезна как для новичков в области венчурного предпринимательства, так и для специалистов, имеющих определенный опыт работы с венчурными инвестициями и инновационным бизнесом.

Читайте и будьте успешными!

Об авторах



Иван Иванович Родионов является одним из ведущих специалистов в области инвестиционной политики и венчурного инвестирования в России, включая маркетинг и информационные услуги. Он обладает исключительным опытом в оценке инвестиционных проектов, поскольку в 90-е годы занимал ряд руководящих должностей в ведущих российских банках: Российском Банке Реконструкции и Развития, Онэксим-Банке, КБ «Альфа-Банк». В 1999–2006 годы Родионов являлся Управляющим Директором Управляющей Компании AIG – Brunswick Millennium Fund.

Является автором более 250 статей и около 30 изданий, посвященных проблемам инновационной и инвестиционной политики, венчурного инвестирования, управления проектным финансированием.

И.И. Родионов успешно сочетает бизнес-деятельность с научной и преподавательской работой. Будучи членом Совета Директоров компаний Северо-Западный Телеком, IBS, Связьинвест, ФосАгро, Агрогارد-Финанс, он одновременно является профессором Кафедры экономики и финансов Государственного Университета «Высшая школа экономики».

Венчурная индустрия также давно уже входит в сферу его деловых интересов: Иван Родионов – член Административного Совета РАВИ, председатель Попечительского совета Венчурного Инновационного Фонда (ВИФ), член Инвестиционного комитета ORADEL (группа компаний IBS), председатель Совета Директоров «НИКОР – УК региональных венчурных фондов».



Альбина Ивановна Никконен является Исполнительным директором Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ) с 1998 года. За эти годы РАВИ из небольшой ассоциации, объединяющей 10 региональных венчурных фондов, преобразовалась в одну из наиболее активно действующих профессиональных организаций, которая получила всеобщее признание как в России, так и за рубежом.

А.И.Никконен пользуется заслуженным авторитетом в профессиональной среде: она ведет активную консультационную деятельность, в качестве докладчика участвует во многих крупных общественно-политических и бизнес-мероприятиях в России, Европе и США. Является Экспертом Европейской Экономической Комиссии ООН.

По инициативе А.И.Никконен с 2000 года начали проводиться ежегодные Российские Венчурные Ярмарки, а с 2005 года стали широко известными Региональные Венчурные Ярмарки и Российский Венчурный Форум.

А.И.Никконен много времени уделяет повышению предпринимательской культуры российских менеджеров, работающих в секторе технологических инноваций.

За вклад в развитие инновационной деятельности награждена Почетными грамотами – Правительства Российской Федерации, Совета Федерации Федерального Собрания Российской Федерации, Министерства образования и науки Российской Федерации, Дипломом Торгово-Промышленной Палаты Российской Федерации.

А.И.Никконен является Кавалером Ордена Дружбы, врученного ей Президентом Российской Федерации в феврале 2011 года.

Лекция 1.

Предпринимательство в условиях экономики, основанной на знаниях

1.1. Современное предпринимательство и его правила

Капитализация – выраженная в денежной форме и признанная рынком стоимость компании – сегодня выступает единственным критерием корпоративного успеха на глобальном рынке. Увеличение стоимости фирмы и капитализация этой стоимости, т.е. превращение ее в деньги, является единственной и основной стратегической целью развития компании.

Среди условий выживания и правил роста компании на современном рынке можно выделить следующие.

Рост стоимости компании, как правило, связан с ростом ее бизнеса в ходе развития компании. На рынке выигрывает только тот, кто первым движется вперед, обгоняя конкурентов хотя бы на один шаг, даже если реальность не благоприятствует движению, и вне зависимости от того, насколько идеальна реализуемая стратегия.

Компания на современном рынке может быть уподоблена воинскому подразделению в бою – невозможно остановиться и оглядеться. Существует всего две альтернативы: либо нападение, либо оборона, а для компании – либо дальнейший рост, либо немедленная продажа контрольного пакета акций.

Если компания может расти (собственники и управляющие видят такую возможность), то необходимо браться за финансирование роста и нельзя останавливаться в затратах – иначе неизбежны потери всего того, что было сделано и профинансировано ранее. На каждом этапе развития компании (которую учредители первоначально наделили ресурсами) существуют определенные возможности привлечения инвестиций для расширения бизнеса. С ростом компании количество этих возможностей увеличивается (равно как и база внешних инвесторов), а стоимость финансовых ресурсов, как правило, снижается. При этом структура капитала компании не является произвольной, и определенному акционерному капиталу может соответствовать лишь определенный размер заемных средств.

Нельзя начинать проект по расширению бизнеса и развитию компании, не будучи уверенными, что имеющихся ресурсов компании и возможностей рынка достаточно, что проект может быть закончен и что действительно есть желание и воля его реализовать. Необходимо избегать основной ошибки советских времен, которая часто случается и сегодня, – имитации начала развития проекта, не будучи уверенными, что он будет закончен, так как на каждом очередном этапе развития компании в случае неудачи, как правило, теряются результаты всех предыдущих. Конечно, могут быть ошибки, ибо любой бизнес связан с риском, а изменения в среде ведения бизнеса предвидеть невозможно, но должно быть сознательное решение об остановке проекта, а не стихийное затухание процесса.

Если компания не видит возможностей для роста, собственники и менеджеры должны немедленно начать подготовку к продаже контроля над бизнесом тому, кто видит такие возможности (стратегическому инвестору). Ниже мы узнаем, почему спрос на сделки такого рода всегда наличествует на рынке.

Несмотря на уникальность ситуации в России, *законы и правила ведения бизнеса* в мире едины.

С самого начала компания должна четко определиться – бизнесом она занимается или не бизнесом (является ли компания «устройством для выращивания стоимости и ее капитализации» или чем-то иным, например, «домом друзей», клубом по интересам, инструментом для отмывания денег и т.п.).

Бизнес всегда находится в конкурентной среде (даже если барьеры для выхода на рынок высоки, все равно найдется конкурент, который сумеет их преодолеть). Рост необходим компании для реализации двух основных стратегий: экспансии и поглощений других компаний или примыкания к более крупному конкуренту на максимально выгодных условиях. Консолидация и захват рынков выступают важнейшими задачами бизнеса.

Увеличение масштабов бизнеса вызывает необходимость изменений в его организации, и при переходах бизнеса с одного уровня на другой первоначальные учредители-собственники компании неизбежно заменяются или укрепляются профессиональными наемными менеджерами (статистика говорит, что успеха добивается не более 1–5% начатых бизнесов, при этом планку в объеме продаж на уровне 30 млн долл., когда профессиональное управление бизнесом становится необходимым, удается преодолеть также не более 1–5% компаний, добившихся успеха на первом этапе).

Эффективный рост компании за счет внутренних источников финансирования невозможен. Во-первых, рентабельность большинства видов бизнеса по показателю EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciation, and amortization – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации) редко превышает

15%, а рост, привлекательный для учредителей-собственников с точки зрения отдачи на вложения в компанию и привлекающий также внимание инвесторов, находится на уровне 35–50% в год. Во-вторых, конкуренты, позвав инвесторов, всегда получают преимущества перед теми, кто этого не сделал.

Кредиты не могут быть источником роста, так как для выхода на рынок заимствований компания должна по крайней мере достичь точки окупаемости текущих затрат (break-even point), а резервы обеспечения, находящиеся в ее распоряжении, должны быть в постоянном дефиците. Хорошая компания в каждый данный момент времени уже взяла все доступные для нее заемные средства для увеличения размера задействованного капитала и использования связанных с этим конкурентных преимуществ. Если этого нет, то либо компания не может считаться хорошей, либо она выбрала не ту область деятельности для роста и развития.

Увеличение задействованного капитала всегда предполагает одновременный рост обеих его составляющих – акционерной и долговой. Рост акционерного капитала возможен (если исключить случаи доведения дополнительного капитала учредителями, которые маловероятны, так как этот капитал, как правило, уже истрачен на ранних стадиях развития компании, а кроме того, увеличил бы риск и нарушил бы правила управления портфелем активов) только за счет привлечения внешнего «прямого» инвестора (direct investor), который за свой капитал получит долю в компании при размывании (dilution) долей других акционеров. Задачей акционеров является оценка того, что в конечном счете будет для каждого из них более выгодным – остаться при прежней доле и потерять перспективу роста стоимости компании, а следовательно, и своей доли, или получить на уменьшенную долю рост стоимости больший, чем в первом случае.

Финансирование роста компании не является произвольным и предусматривает определенные раунды или «окна возможностей» (windows), соответствующие этапам развития компании (о них – ниже). Таким образом, финансирование подразделяется на «посевное» (seed), венчурное, прямые инвестиции (private equity), стратегические инвестиции или инвестиции с публично-го рынка. При этом средств, привлеченных в каждом раунде финансирования в виде акционерного и заемного капитала, должно хватить для завершения раунда и перехода к следующему раунду финансирования, так как в рамках того же самого раунда дополнительные средства привлечь, скорее всего, не удастся. (Речь, естественно, не идет о случаях, когда инвестор инвестирует траншами, поскольку в этих случаях предельный размер инвестиций оговорен.)

В основе такой организации финансирования лежит незаинтересованность – как инвесторов, начавших раунд, так и тех, которым предлагается его продолжить, – в повторном внесении капитала в пределах одного раунда (более подробно об этом будет рассказано ниже, и основной принцип, которым руководствуются при этом инвесторы – «не надо спасать» или «no good money after bad money»). Такого рода действия будут походить на попытку перепрыгнуть канаву в два прыжка: после первого неизбежно окажешься на дне, выбраться с которого фактически невозможно. Необходимо иметь в виду, что при невозможности завершить раунд финансирования и перейти к следующему все ранее инвестированные деньги с большой вероятностью будут потеряны и в любом случае не принесут ожидаемой доходности от инвестиций. Поэтому компания должна тщательно оценивать свои возможности и потребности в финансировании очередного раунда, соответствующего этапу ее развития, ни в коем случае не экономить и не надеяться на «авось» по принципу «ввяжемся, а там – посмотрим».

От учредителей-собственников и управляющих требуется четкое видение ситуации на длительную перспективу, они должны ясно представлять себе условия и возможности либо продолжения бизнеса при его росте, либо выхода из бизнеса и продажи контроля с тем, чтобы динамика корпоративного развития не сталкивалась с подспудным нежеланием перемен со стороны собственников и менеджеров.

Инвесторы и источники заемного капитала (банки и участники фондового рынка) также ведут свой бизнес и работают в той же конкурентной среде, что и компания, которая желает привлечь дополнительный акционерный или заемный капитал. Они сами являются «устройствами для выращивания собственно стоимости и ее капитализации» и, таким образом, вне этой задачи не имеют никаких формальных правовых или моральных обязательств перед своими заемщиками или партнерами.

Среди кажущихся исключений из этой модели можно назвать:

- Семейный бизнес.
- Профессиональный бизнес.
- Бизнес – развлечение.

Однако анализ практического опыта показывает, что:

- Закрытый, корпоративный и семейный бизнес следуют тем же самым подходам, но иногда в вынужденно модифицированной форме.
- У некоторых видов бизнеса имеются особенности, которые выступают как ограничители для акционирования или передачи контроля.

- Некоторые типы бизнеса, хотя формально выглядят самостоятельными, в реальности таковыми не являются, и контроль над ними перешел к более крупному бизнесу через отношения на основе франчайзинга и эксклюзивных прав на дистрибуцию.

На современном рынке существуют большие компании, сохраняющие форму закрытых обществ или партнерств с ограниченной ответственностью. В основном такие компании работают в сфере профессиональных услуг (правовых, консультационных, аудиторских, инженерных, иногда инвестиционных). В такого рода компаниях сохранение формы товарищества вполне оправданно, так как они базируются на индивидуальном мастерстве и опыте, и в них принято, что партнеры несут полную материальную и моральную ответственность за результаты той части бизнеса, которую они ведут. В таких компаниях люди являются основным капиталом, титулом собственности на который партнерство не обладает и отчуждение которого невозможно, что делает сделки по передаче контроля или акционированию затруднительными или бессмысленными. Вместе с тем принципиальные пути разрешения этой проблемы существуют (за счет добровольных ограничений, которые могут взять на себя партнеры), например, известная аудиторская и консультационная компания PriceWaterhouseCoopers на рубеже века (в момент «интернет-бума») всерьез рассматривала возможность акционирования и проведения первоначального публичного предложения своих акций (IPO).

Другой пример – семейные компании, которые могут работать в области гостиничного хозяйства, оптовой и розничной торговли, общественного питания, строительства. Здесь причиной сохранения закрытости служат либо особенности бизнеса, строящегося на эксклюзивных соглашениях или франчайзинге, либо традиции или пережитки. Неслучайно, что среди компаний

такого рода много компаний, основанных выходцами из Индии, Юго-Восточной Азии или Турции. Оставаясь формально независимыми, эти компании тысячами нитей привязаны к своему «старшему партнеру», не являясь независимыми по существу, если понимать под независимостью возможность контроля над собственным бизнесом. Такого рода отношения, построенные на формальной независимости, выгодны для больших компаний, так как, с одной стороны, снимают социальную ответственность в периоды кризиса, а с другой – обеспечивают более высокий уровень эксплуатации, который, по уверениям Карла Маркса, в домашнем производстве, когда нет четкого различия между рабочим и свободным временем, является самым высоким. Генезис этих отношений чем-то напоминает переход от рабовладельческого строя к феодальному, когда простое наделение раба собственностью позволило существенно повысить эффективность производства, не освободив его от реальной зависимости от рабовладельца, ставшего феодалом – собственником земли и основных средств.

Наконец, некоторые компании были созданы и продолжают работать в качестве источника развлечений или для препровождения времени для высококлассных специалистов. Таких компаний особенно много в области высоких технологий, например, программирования или информационной деятельности, и объемы их операций редко превышают 5–15 млн долл. в год. Наличие таких компаний свидетельствует скорее о неразвитости данной области бизнеса, чем о целесообразности и рациональности этой формы. Часто такого рода компании создаются успешными бизнесменами, вынужденными выйти из еще относительно молодого бизнеса путем его продажи стратегическому инвестору (strategic investor) или на публичном рынке. При этом задача выращивания стоимости бизнеса для ее последующей капитализации не исключается, но не является основной, рассматриваясь как своего рода «премия» (upside).

Следует отметить, что закрытый и семейный бизнес в своем развитии в основном следует тем же самым стратегиям, о которых речь шла выше. Например, система эксклюзивных контрактов или франчайзинговых соглашений привязывает компанию к цепи подобных компаний или головной компании в неменьшей степени, чем владение их акциями. Экспансия на рынке может реализовываться не только через конкуренцию объемов, но и через конкуренцию качества или ответственности или через монополию, которую по каким-либо причинам удастся сохранить в течение длительного времени. Наконец, хочется отметить, что исключения скорее подтверждают, чем опровергают правила.

Среди основных заблуждений российских собственников и менеджеров по вопросам роста компаний и его финансирования можно назвать следующие:

- Средств на развитие компании хватает, и если понадобится, мы сможем взять кредиты, несмотря на их высокую цену (своего рода автаркия или опора на собственные силы, основанная на двух ошибочных суждениях).
- Обстановка в российской экономике такова, что фирме рост не нужен, а когда это понадобится, мы сможем его обеспечить (похоже на «страусиную политику»).
- Ситуация в экономике настолько неопределенна, что невозможно работать по четкому плану развития компании (что является признаком боязни будущего, стремления жить сегодняшним днем).
- Стратегия у компании существует, но не может быть сформулирована и формализована (т.е. отсутствие стратегии как постоянно живого и корректируемого документа, который можно было бы показать внешнему инвестору или банку).

- Вопросы собственности в компании являются священными, и мы не пустим в нашу компанию никого чужого ни при каких условиях (понятно, что такого рода изоляционизм ни к чему хорошему привести не может, и в конечном счете компании будут недоступны источники не только акционерного, но и долгового капитала).
- Мы не будем тратить время и средства на привлечение инвесторов, пусть они сами нас ищут (своего рода «экономия на спичках», когда компания сознательно лишает себя возможности привлечения инвестиций, необходимых для роста).

Сопоставление данного списка заблуждений и недоразумений, которые можно встретить в российских компаниях, с приведенным выше перечнем законов и правил ведения бизнеса, заставляет сделать вывод о том, что большая часть российских компаний либо лукавит, либо обречена на провал.

1.2. Экономика, основанная на знаниях, и инновационная модель роста

Историю жизни можно рассматривать как серию стабильных состояний, отмеченную в редкие моменты крупными событиями, которые происходят с огромной быстротой и помогают становлению следующей эпохи стабильности. Сегодняшний момент как раз и характеризуется существенной трансформацией «материальной культуры» через работу новой технологической парадигмы, построенной вокруг информационных технологий. Под технологией можно понимать «использование научного знания для определения способов изготовления вещей в воспроизводимой манере».

Испанский социолог Мануэль Кастельс, как и многие другие, включает в информационные технологии сходящуюся совокупность технологий в областях микроэлектроники, создания вычислительной техники (машин и программного обеспечения), телекоммуникаций/вещания и оптико-электронной промышленности. В дополнение, в отличие от некоторых аналитиков он включает также в область информационных технологий генную инженерию и расширяющееся множество ее достижений и применений.

Вокруг этого ядра информационных технологий – в описанном выше широком смысле – в последние два десятилетия XX века возникает созвездие крупных технологических прорывов в областях новых материалов, источников энергии, в медицине, в производственной технике (наличной или потенциальной, как нанотехнология), в том числе в транспортной технологии.

Более того, происходящий сегодня процесс технологической трансформации расширяется экспоненциально, поскольку он способен создать интерфейс между технологическими полями через общий цифровой язык, на котором информация создается, хранится, извлекается, обрабатывается и передается. Мы живем в мире, который сделался цифровым.

Историческое прошлое технологических революций показывает, что все они характеризовались всеобъемлющим влиянием (pervasiveness), т.е. проникновением во все области человеческой деятельности не в качестве внешнего источника воздействия, а в качестве своего рода основы, в которую такая деятельность вплетена. Иными словами, кроме индуцирования новых продуктов они ориентированы на процесс. Кроме того, в отличие от любой иной революции, ядро трансформации, которую мы переживаем сегодня, связано с технологиями обработки информации и средствами коммуникации и поэтому

подчиняется помимо законов физического мира законам мира информационного, которые открывают новые качества (например, вытекающие из того, что информация и информационные технологии не исчезают при потреблении или передаче в другое место в пространстве и т.п.).

Представляется, что для происходящей сегодня научно-технической революции информационная технология является тем же, чем новые источники энергии были для индустриальных революций, начиная от паровой машины и далее к электричеству, ископаемому топливу и атомной энергии, поскольку производство и распределение энергии было ключевым элементом индустриального общества.

Как и ранее, сегодня любой бизнес, использующий новые технологические процессы с применением более высокой концентрации энергии, получает конкурентные преимущества перед другими, даже если это кажется ненужным (вспомним, что первые пароходы и автомобили были не более эффективными, чем современные им парусники или, скажем, тройки лошадей), – за счет их большей гибкости. Сейчас это происходит с информационными технологиями, внедрение которых часто представляется ненужным, излишним, а то и глупым.

Утверждение о выдающейся роли информационной технологии часто путают с характеристикой нынешней революции, как существенно зависящей от нового знания и информации. В обиходе для обозначения современной постиндустриальной экономики часто используется понятие «экономика, основанная на знаниях» (knowledge-based economy). Это не так, не использование знания как такового составляет содержание настоящей революции. Первая индустриальная революция, не будучи основана на науке, все же опиралась на широкое использование информации, применяя и развивая существовавшие до этого

знания. А вторая индустриальная революция (после 1850 г.) характеризовалась решающей ролью знаний и науки в развитии инноваций.

Индустриальное общество, давая гражданам образование и постепенно организуя экономику вокруг знаний и информации, подготовило почву для усиления человеческой мысли, когда стали широко доступными и дешевыми новые технологии работы с информацией.

Нынешнюю технологическую революцию характеризует не просто центральная роль знаний и информации, а применение таких знаний и информации к генерированию знаний и к устройствам, обрабатывающим информацию и осуществляющим коммуникацию (информационно-коммуникационным технологиям) в кумулятивной петле обратной связи между инновацией и направлениями использования инноваций.

Новые информационные технологии являются не просто инструментами, которые нужно применить, но процессами, которые нужно встроить куда только возможно (несмотря на то, что иногда это на первый взгляд кажется ненужным или излишним – вспомним прекрасные парусники, тройки, запряженные в кареты, и сравним их с нелепыми первыми пароходами и самобеглыми колясками) и постоянно разрабатывать и совершенствовать. При этом, в отличие от прошлых революций, пользователи могут захватить контроль над технологией, как это произошло, например, в случае с Интернетом.

Отсюда следует тесная связь между социальными процессами создания и манипулирования символами (культурой общества) и способностью производить и распределять товары и услуги (производительными силами). Впервые в истории человеческая мысль становится непосредственной производительной силой, а

не просто одним из решающих элементов производственной системы.

Компьютеры, коммуникационные системы, генетическое декодирование и программирование – все это служит усилению и расширению человеческой мысли. То, что мы думаем и как мы думаем, находит выражение в товарах, услугах, материальной и интеллектуальной продукции, в которые встроены (или при производстве и потреблении которых используются) информационные технологии – будь то пища, бытовая техника личного пользования, транспортные и коммуникационные системы, компьютеры, станки, образование, здравоохранение или технологии распознавания смысла или образов. Растущая интеграция между мыслями и машинами, включая механизм ДНК, ликвидирует то, что принято называть «четвертым разрывом» (разрывом между человеческими существами и машинами), и фундаментально меняет то, как мы рождаемся, живем, учимся, работаем, производим, потребляем, грезим, сражаемся или умираем.

Дополнительные черты, характеризующие информационно-технологическую революцию в сравнении с ее историческими предшественницами, во многом связаны с особенностью самой информации. Пример этого – единовременная глобальность. Ранее технологические революции имели место лишь в немногих обществах и распространялись в относительно ограниченных регионах, нередко изолированных в пространстве и во времени по сравнению с другими регионами планеты. Конечно, единовременная глобальность и сегодня реализуется негладко, и есть исключения – например, так называемый «цифровой разрыв» (digital divide), но суть не в них, а в том, что это возможно и зависит скорее от желания, чем от наличия ресурсов.

Как писал Кастельс, «техноэкономическая парадигма есть концентрация взаимосвязанных технических, организационных и менеджерских инноваций, преимущества которых следует искать не только в новом диапазоне продуктов и систем, но более всего в динамике относительной структуры затрат на все возможные вложения в производство. В каждой новой парадигме некое конкретное вложение или их совокупность можно назвать «ключевым фактором» этой парадигмы, характеризующим падением относительных затрат и универсальной доступностью. Современное изменение парадигмы можно рассматривать как сдвиг от технологии, основанной главным образом на вложении дешевой энергии, к технологии, основанной преимущественно на дешевых вложениях информации (и средств ее обработки), почерпнутых из успехов в микроэлектронике и телекоммуникационных технологиях».

Согласно Кастельсу, первая характеристика новой парадигмы состоит в том, что информация является ее сырьем: перед нами технологии для воздействия на информацию, а не просто информация, предназначенная для воздействия на технологию, как было в случае предшествующих технологических революций.

Вторая черта заключается во всеохватности эффектов новых технологий. Поскольку информация есть интегральная часть всякой человеческой деятельности, все процессы нашего индивидуального и коллективного существования непосредственно формируются (хотя, разумеется, не детерминируются) новым технологическим способом.

Третьей характеристикой является сетевая логика любой системы или совокупности отношений, использующей эти новые информационные технологии. Похоже, что морфология сети хорошо приспособлена к растущей сложности взаимодействий и к непредсказуемым моделям развития, возникающим из

творческой мощи таких взаимодействий. Сетевая логика нужна для структурирования неструктурированного при сохранении в то же время гибкости, ибо неструктурированное есть движущая сила новаторства в человеческой деятельности.

Четвертая особенность, связанная с сетевым принципом, но явно не принадлежащая только ему, состоит в том, что информационно-технологическая парадигма основана на гибкости. Конфигурацию новой технологической парадигмы отличает ее способность к реконфигурации.

Наконец, пятая характеристика этой технологической революции – растущая конвергенция конкретных технологий в высокоинтегрированной системе, в которой старые изолированные технологические траектории становятся буквально неразличимыми, причем если сначала речь шла о конвергенции в области информационных, телекоммуникационных и медийных технологий, то теперь ставится вопрос о включении в процессы конвергенции и умов пользователей.

В последние два десятилетия в мире появилась экономика нового типа, которую Кастельс называет не «информационной», а «информациональной», т.е. информационно-глобальной, что позволяет определить ее отличительные черты и взаимосвязь между ними. Информационная – так как производительность и конкурентоспособность факторов или агентов в этой экономике (будь то компания, регион или нация) зависят в первую очередь от их способности генерировать, обрабатывать и эффективно использовать информацию, основанную на знаниях. Глобальная – потому что основные виды экономической деятельности, такие как производство, потребление и циркуляция товаров и услуг, а также их составляющие (капитал, труд, сырье, управление, информация, технология, рынки) организуются в глобальном масштабе, непосредственно либо с использованием

разветвленной сети, связывающей экономических агентов. В новых исторических условиях достижение определенного уровня производительности и существование конкуренции возможно лишь внутри глобальной взаимосвязанной сети.

Новые информационные технологии действительно распространились по земному шару с молниеносной (в историческом понимании) скоростью – менее чем за два десятилетия, с середины 1970-х до середины 1990-х годов – продемонстрировав то, что Кастельс предложил считать характерным для этой технологической революции: немедленное применение технологий, которые она создает, к своему собственному развитию, связывая мир через информационную технологию.

Гигантский скачок вперед в распространении микроэлектроники во всех устройствах и машинах произошел в 1971 г., когда Тед Хофф, инженер Intel (в Кремниевой Долине), изобрел микропроцессор, т.е. компьютер на чипе. Таким образом, новые способы обработки информации стало возможно применять повсеместно, что и было реализовано на практике. То была «революция в революции»: компьютеры были и ранее, но их было мало и они были дороги, что ограничивало их широкое использование.

В дальнейшем развитие миниатюризации, рост специализации и падение цен на все более мощные чипы позволяют помещать их в любую машину или устройство, применяемые в повседневной жизни, – от стиральных машин и микроволновых печей до автомобилей, электронная начинка которых уже в стандартных моделях 1990-х годов более ценна, чем сталь, а также использовать их в кредитных и даже телефонных картах, и в последнее время – в проездных и даже разовых билетах.

Даже если развитие современных информационных технологий «упрется» в некие пределы – а этого пока не заметно, и законы Мура продолжают действовать – ничего страшного не произойдет. Это подтверждается тем, что в прежней парадигме паровой двигатель был сменен двигателем внутреннего сгорания, появилось электричество, а потом и атомная энергия.

В 1975 г. появился предшественник компании Apple, в 1976 – сама Apple, в 1978 – Microsoft, а в 1981 г. IBM представила свою собственную версию микрокомпьютера, получившую блестящее название «персональный компьютер» (PC) и ставшую первым по-настоящему массовым компьютером, используемым не только на работе, но и дома, не только в профессиональной деятельности, но и в личных целях.

Первый промышленный электронный коммутатор ESS-1 был введен в строй компанией Bell Labs в 1969 г. В том же году Advanced Research Project Agency (ARPA) Министерства обороны США создало новую, революционную, электронную коммуникационную сеть, которая будет расти в течение 1970-х годов, пока не превратится в нынешний Интернет. В 1974 г. Серф и Канн предложили TCP/IP (Transmission Control Protocol / Internet Protocol) – межсетевой протокол, который ввел «шлюзовую» технологию, позволяющую связывать сети различных типов.

Венчурный капитал принял самое непосредственное участие во всех этих проектах и, пожалуй, как раз и дал новой революции большую часть продуктов, которые родились именно в малом и среднем бизнесе при поддержке венчурного капитала, а не в гигантах промышленности.

В начале 1970-х годов комбинирование генов и рекомбинирование ДНК, заложившие технологическую основу генной инженерии

рии, сделали возможным применение накопленного знания. Уже в 1973 г. были открыты процедуры генного клонирования, что обычно приписывается Стенли Коэну из Стэнфорда и Херберту Бойеру из Калифорнийского университета в Сан-Франциско (хотя их работа была основана на исследованиях нобелевского лауреата из Стэнфорда Пола Берга). В 1975 г. исследователи из Гарварда выделили первый ген млекопитающего из гемоглобина кролика; в 1977 г. был клонирован первый человеческий ген.

Наряду с прочими высокотехнологическими компаниями в США стремительно появился ряд биотехнологических коммерческих фирм, большинство из которых было порождением крупных университетов и медицинских исследовательских центров. Скопления таких фирм возникли в регионах, где уже имела место высокая концентрация высокотехнологических компаний – в Северной Калифорнии (Кремниевая Долина), Новой Англии (Шоссе 128) и Мериленде. Научные трудности, технические проблемы и крупные юридические препятствия, вытекавшие из оправданной озабоченности этическими проблемами и вопросами безопасности, в 1980-х годах замедлили хваленую биотехнологическую революцию. Значительные объемы венчурных инвестиций были потеряны, и некоторые из наиболее новаторских компаний, включая Genentech, были поглощены фармацевтическими гигантами (Hoffman-La Roche, Merck и др.), которые лучше чем кто-либо понимали, что не могут позволить себе, подобно ведущим компьютерным фирмам, вести себя самонадеянно по отношению к новичкам. Это радикально отличало рост биотехнологических инноваций от того, что происходило в области информационных и телекоммуникационных технологий.

В 1988 г. Гарвард формально запатентовал генетически «спроектированную» мышь, отняв авторские права у Бога и природы,

и генетическое клонирование вошло в новую фазу. В следующие семь лет еще семь мышей были запатентованы как вновь созданные формы жизни и идентифицированы как собственность их проектировщиков. В августе 1989 г. исследователи Мичиганского и Торонтского университетов обнаружили ген, ответственный за кистозный фиброз, открыв дорогу генетической терапии.

В 1990 г. правительство США решило профинансировать трехмиллиардную 15-летнюю программу сотрудничества, координируемую Джеймсом Уотсоном и сводящую вместе самые передовые команды микробиологов, чтобы сделать карту человеческого генома – т.е. идентифицировать и установить местонахождение 60–80 тысяч генов, которые составляют «алфавит» человеческого вида. И хотя эта программа не привела к прорыву, ее размер впечатляет.

Вообще оказалось, что применение для биотехнологического бизнеса тех же подходов, что принесли успех в сферу информационных технологий, не проходит, так как требуются существенно большие по объему инвестиции, непосильные для венчурных фондов, и на более длительные сроки, что не позволяет получить высокую отдачу (по показателю внутренней нормы доходности – *internal rate of return*, IRR) на вложенный капитал. В дальнейшем такая же ситуация сложилась в области нанотехнологий, где также были велики вложения со стороны государства.

Возникает вопрос: почему открытия новых информационных технологий сконцентрировались в 1970-х годах и главным образом в Соединенных Штатах? В середине 1970-х годов капиталистический мир были поколеблен серьезным экономическим кризисом, воплощением (но не причиной) которого стал нефтяной шок 1973–1974 гг. Этот кризис побудил капиталисти-

ческую систему к радикальной реструктуризации в глобальном масштабе, фактически сформировав новую модель накопления, исторически порвавшую с послевоенным капитализмом. Также совпали по времени, но не были непосредственно связаны с кризисом, проблемы с мнимой советской опасностью: США были напуганы тем, что СССР первым запустил сначала спутник, а вскоре и космонавта и разместил ракеты на Кубе в непосредственной близости от США. Впрочем, затем мнимая советская угроза помогла США выйти из кризиса, а потом и победить в «холодной войне» – с планами размещения в Европе ракет средней дальности и программой «звездных войн».

Доступность новых технологий, возникших как единая система в 1970-х годах, стала фундаментальной основой процесса социально-экономической реструктуризации 1980-х годов. Использование технологий в 1980-х в большой степени обусловило их широкое применение и наметило траектории развития в 1990-х годах. Возникновение сетевого общества не может быть понято без взаимодействия между этими двумя относительно автономными тенденциями: развитием новых информационных технологий и попыткой старого общества перевооружиться, используя власть технологий на службе механизмов власти.

Развитие информационно-технологической революции способствовало формированию инновационной среды, где открытия и попытки их практического применения взаимодействовали и проходили испытания в повторяющемся процессе проб и ошибок и обучения на практике. Эта среда требовала (и требует по сей день, невзирая на сетевую связь on-line) пространственной концентрации исследовательских центров, институтов высшего образования, передовых технологических компаний, сети вспомогательных поставщиков товаров и услуг и предпринимательских сетей венчурного капитала для финансирования новичков. Коль скоро среда консолидировалась, как было в

1970-х годах в Кремниевой Долине в Калифорнии и чуть позже на Шоссе 128 в районе Бостона, она начинает генерировать свою собственную динамику и привлекать знания, инвестиции и таланты со всего мира.

Концентрация научно-технологического знания, институтов, фирм и квалифицированной рабочей силы стало горнилом инноваций в информационную эпоху. Большинство центров информационно-технологической революции в мире располагаются в метрополисах (а не в провинции, как считают некоторые). По-видимому, это указывает на то, что критически важный ингредиент в ее развитии – не новизна институциональной и культурной обстановки, а ее способность генерировать синергию на базе знаний и информации, непосредственно связанная с промышленным производством и коммерческим применением инноваций.

Государство, а не предприниматель-новатор в своем гараже, было инициатором информационно-технологической революции, как в Америке, так и во всем мире. Роль инноваторов – таких как те, кто стоял у истоков Кремниевой Долины или клонирования персональных компьютеров на Тайване – конечно, велика, так как без них информационно-технологическая революция имела бы совершенно иные характеристики, и маловероятно, что она эволюционировала бы в сторону тех децентрализованных гибких технологических устройств, которые распространяются сейчас во всех областях человеческой деятельности. Именно предприниматели-инноваторы превратили информационную технологию в революционную. Однако именно благодаря взаимодействию между макроисследовательскими программами и большими рынками, созданными государством, с одной стороны, и децентрализованной инновацией, стимулируемой культурой технологического творчества и ролевыми моделями быстрого личного успеха – с другой, новые

информационные технологии пришли к расцвету. При этом они группировались вокруг сетей, состоящих из фирм, организаций и институтов, чтобы сформировать новую социотехническую парадигму, частью которой и стал венчурный капитал.

Не все ясно с влиянием технологий на производительность. Как пишет Кастельс, несомненно, в долгосрочном периоде рост производительности служит источником благосостояния наций, а технологии, включая организационный и управленческий аспекты, являются важнейшим фактором, стимулирующим производительность. Но, с точки зрения экономических агентов, производительность – не самоцель, как и инвестирование в новые технологии и инновации.

Фирмы и нации (или политические силы разных уровней, будь то регионы или Европейский Союз), эти действительные агенты экономического роста, не нуждаются в технологиях ради самих технологий или в росте производительности ради блага человечества. Они действуют в данном историческом контексте в рамках правил экономической системы информационного капитализма, которая в конечном счете «поощрит» или «накажет» их за их действия. Таким образом, мотивацией для фирм служит не производительность, а прибыльность, для достижения которой технология и производительность могут быть важными средствами, но, безусловно, не единственными. Что касается политических институтов, имеющих более широкую систему ценностей и интересов, то они в экономической сфере будут пытаться максимизировать конкурентоспособность собственной экономики. Прибыльность и конкурентоспособность в действительности являются определяющими для технологических инноваций и роста производительности. И именно в их конкретном историческом контексте мы сможем найти ключи к пониманию «капризов» производительности.

1970-е годы были одновременно и предположительной датой рождения информационно-технологической революции, и разделительной чертой в эволюции капитализма. Во всех странах фирмы отреагировали на фактическое или воображаемое снижение уровня прибыльности, приняв на вооружение новые стратегии.

Некоторые из этих стратегий, такие как технологические инновации и организационная децентрализация, представлялись весьма важными в силу их потенциального эффекта и имели долгосрочную перспективу. Однако фирмы были заинтересованы и в краткосрочных результатах, отражающихся в их бухгалтерии, а для американских фирм – в ежеквартальных отчетах. При данных финансовых условиях и ценах, определяемых рынком, существует четыре основных способа увеличения прибыли: сократить производственные издержки (начав с расходов на оплату труда), увеличить производительность, расширить долю рынка и увеличить скорость обращения капитала. Все четыре способа используются одновременно, и информационные технологии являются важным инструментом в каждом из них. По гипотезе Кастельса, одна из стратегий была использована раньше и немедленно дала результаты – это стратегия расширения рынка и борьбы за долю на нем.

Реальный кризис 1970-х годов вовсе не был вызван шоком от повышения цен на нефть. Он заключался в том, что государственный сектор больше не мог постоянно расширять рынки и соответственно увеличивать занятость (накопление доходов) без повышения налогов на капитал или подпитывания инфляции путем создания избыточного денежного предложения и государственной задолженности. Действительной задачей для фирм и капитализма в целом был поиск новых рынков, способных поглотить растущие мощности производства товаров и услуг. Все это происходило на фоне значительного роста

торговли по сравнению с выпуском продукции, а также прямых иностранных инвестиций в последние два десятилетия. Они-то и стали двигателями экономического роста по всему миру.

Для открытия новых рынков, соединяющих наиболее ценные сегменты рынков отдельных стран в единую сеть, капитал нуждался в высокой степени мобильности, а фирмы – в развитых коммуникациях. Все необходимые условия для этого процесса были обеспечены дерегулированием рынков в тесном взаимодействии с новыми информационными технологиями. Непосредственные участники техноэкономических перемен, а именно фирмы, связанные с высокими технологиями, и финансовые корпорации были первыми, кто получил прямую выгоду от этого процесса.

Что касается конкурентоспособности, то это непростое, действительно противоречивое понятие стало знаменем для правительств многих стран и полем битвы между экономистами-практиками и создателями академических моделей. Конкурентоспособность скорее является атрибутом таких экономических объединений, как страны и регионы, но никак не фирм, для которых традиционное и весьма сложное понятие «конкурентная позиция» кажется более приемлемым. Известный американский ученый и публицист Стивен Коэн весьма точно определил конкурентоспособность:

«Конкурентоспособность имеет разное значение для фирмы и национальной экономики. Национальная конкурентоспособность – это степень, в которой страна при свободных и честных рыночных условиях может производить товары и услуги, отвечающие требованиям международных рынков и одновременно увеличивающие реальный доход своих граждан. Конкурентоспособность на национальном уровне основывается на высоком показателе производительности, достигнутом эконо-

микой, и способности этой экономики переносить внимание на высокопроизводительные виды деятельности, которые в свою очередь обеспечивают высокий уровень реальной заработной платы».

Поскольку понятие «свободные и честные рыночные условия» относится к нереальному миру, то вполне естественно, что политические силы, действующие на международном рынке, расценивают этот принцип как нечто, максимизирующее конкурентные преимущества фирм, находящихся под их юрисдикцией. На самом деле, важно положение национальной экономики по сравнению с другими странами, что и является основным легитимным фактором для правительств. Конкурировать – значит укреплять свое положение относительно других с целью приобретения большей значимости в процессе переговоров, где все политические силы объединяют свои стратегии в единую взаимосвязанную систему.

Сначала Япония, затем «азиатские тигры» и, наконец, Китай, которые долго защищали собственные рынки, начали конкурировать на мировом уровне и смогли завоевать значительную долю мирового рынка. Это явилось хорошей встряской американскому бизнесу и правительству и вызвало немедленную мобилизацию ресурсов, что очень скоро докатилось до Европы, вызвав вторую волну конкуренции уже против американцев и японцев. Новые технологии и отрасли по праву рассматривались как основной инструмент глобальной конкуренции и хороший показатель конкурентоспособности.

Сегодня государства поддерживают технологическое развитие собственных отраслей и их производственную инфраструктуру, чтобы увеличить производительность и помочь своим фирмам конкурировать на мировом рынке. Одновременно некоторые правительства максимально ограничивают проникновение

зарубежной конкуренции на собственные рынки, создавая таким образом конкурентные преимущества отдельным отраслям в период их становления. Политика и производительность стали основными взаимодополняющими инструментами конкурентоспособности.

Информационная глобальная экономика чрезвычайно политизирована. Рыночная конкуренция более высокого уровня, проходящая в глобальном масштабе, осуществляется в условиях управляемой торговли. Быстрые технологические изменения совмещают предпринимательские инновации и продуманные государственные стратегии поддержания исследований и целевых технологий.

1.3. Национальная инновационная система и венчурный капитал

Основной мировой тенденцией развития современного общества является переход от парадигмы сырьевой и индустриальной экономики к парадигме «новой экономики», также называемой «информационной экономикой», «экономикой, основанной на знаниях» (knowledge based economy) или «инновационной экономикой». Новая экономика, базирующаяся на интеллектуальных ресурсах, наукоемких и информационных технологиях, означает качественно новый технологический уровень всего народного хозяйства, включая производительные силы общества. Данный тип экономики делает акцент на развитие не собственно знаний, а на превращение информационных технологий в основной фактор роста и эффективности производства. Поэтому сегодня экономики ведущих стран переходят на принципиально новый этап прогресса – инновационный путь развития.

Под инновацией принято понимать любое новое – в производстве, в его организации и управлении, в экономике и финансах, культуре, повседневной жизни, словом, во всем. В «Руководстве Осло» (Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям) содержится определение четырех типов инноваций: продуктовые, процессные, маркетинговые и организационные. Так, инновационным предприятием считается новый метод организации бизнес-процесса, рабочего пространства. Примеры успехов показывают, что большинство инноваций, которые явно удались, являлось технологическими инновациями.

Сегодня общепризнано, что у любого общества, стремящегося к устойчивому прогрессу, нет иного выбора, кроме движения по пути развития инновационной экономики. Производство и коммерческая реализация знаний и технологий – главное из того, что может обеспечить стране конкурентоспособность, а следовательно, экономическую мощь, независимость и благосостояние граждан. Россия также неоднократно заявляла о переходе нашей экономики на инновационный путь развития.

В наиболее простой модели, описывающей взаимодействие общества (государства) и частного сектора в рамках инновационной экономики, роль частного сектора состоит в создании технологий на основе результатов фундаментальной науки, финансируемой государством, и собственных исследований и разработок, а также в рыночном освоении инноваций. Роль государства заключается в содействии производству фундаментального знания и комплекса технологий стратегического (в том числе военного) характера, а также в создании инфраструктуры и благоприятного институционального климата для инновационной деятельности частных компаний.

Для осмысления и изучения инновационной модели экономики возник новый и быстро развивающийся подход, названный

«национальной инновационной системой» (НИС). Понятие «национальной инновационной системы» придумали еще в 1970-е годы. Его авторами считаются К. Фриман из Центра исследований научной политики Сассекского университета, Р. Нельсон из Колумбийского университета и Б. Лундвал, профессор университета г.Упсала, Швеция. Сначала этот термин появлялся в статьях названных авторов, а в 1980-е годы вышли первые монографии под их редакцией или с их участием.

Экономическая теория НИС опирается с одной стороны на развитие идей Шумпетера, а с другой – на современный институционализм, но это разные школы, хотя они приходят во многом к одинаковым выводам относительно движущих сил инновационного развития. Большое влияние на становление теории инновационных систем оказал Фридрих фон Хайек, который сформулировал концепцию «рассеянного знания». В ее основе – понимание рынка как особого рода информационного устройства, осуществляющего через цены выявление, использование и координацию знаний миллионов независимых друг от друга людей. Шумпетер и Хайек заложили основы отношения к инновациям как к источнику экономического роста. Но в то время, когда они активно работали, ни тот ни другой не находились в основном русле развития экономической теории. Теория НИС стала «мейнстримом» в 1990-е годы благодаря работам Р. Солоу и П. Ромера, создавшим модели экономического роста с эндогенным и экзогенным техническим прогрессом.

В современной экономической теории национальная инновационная система определяется как «совокупность различных институтов, которые совместно и каждый в отдельности вносят свой вклад в создание и распространение новых технологий, образуя основу, служащую правительствам для формирования и реализации политики, влияющей на инновационный процесс». Суть подхода НИС может быть показана в виде схемы (Рис. 1).

Исходя из логики подхода НИС, эффективность инновационного развития экономики зависит не только от того, насколько эффективна деятельность самостоятельных экономических агентов (фирм, научных организаций, вузов и др.) по отдельности, но и, прежде всего, от того, как они взаимодействуют друг с другом в качестве элементов коллективной системы создания и использования знаний, а также с общественными институтами (такими как ценности, нормы, право).

Подход НИС разделяет институты, входящие в ее состав, по «слоям» их взаимодействия (Рис. 2).

Представление о НИС довольно быстро начало оказывать влияние на процесс принятия государственных решений во многих сферах, что отличает эту теорию от многих других экономических идей. Скорость вхождения термина «национальные инновационные системы» в государственную политику была просто беспрецедентной. Это произошло потому, что инновационная теория заменила собой парадигму «экономики благосостояния», идеологическая значимость которой была исчерпана еще в семидесятые годы. Поэтому не случайно, что концепция национальной инновационной системы нашла отклик и в России, в том числе на уровне высшего политического руководства.

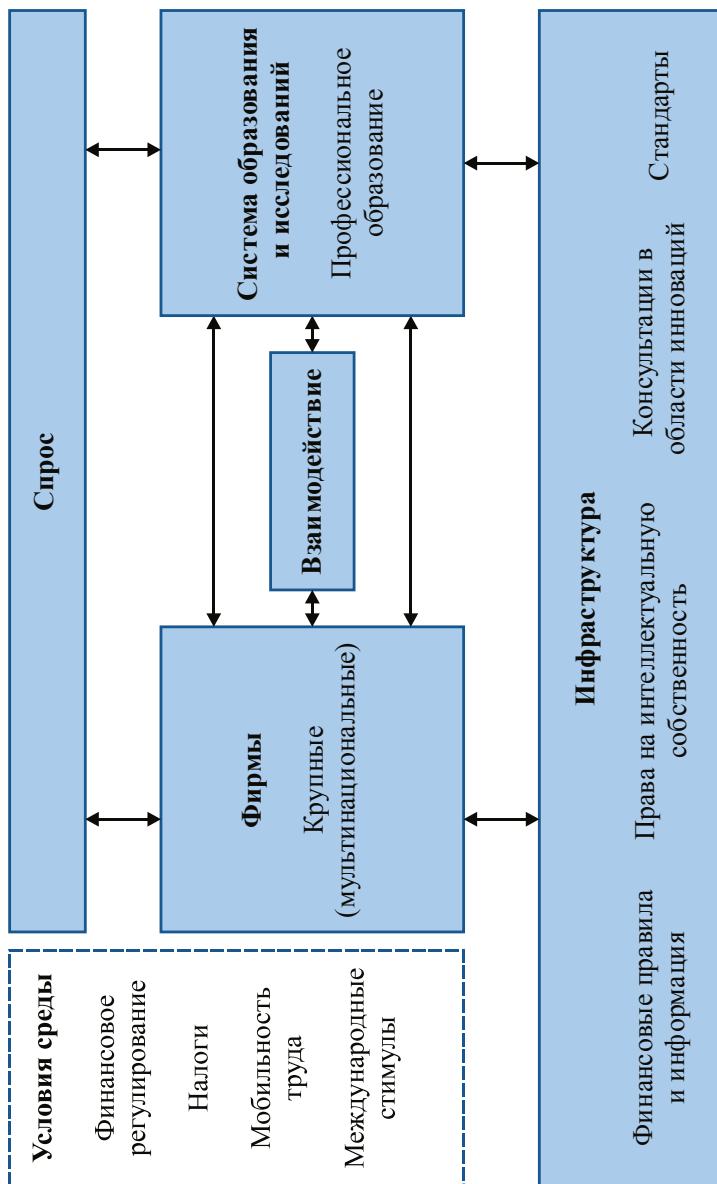


Рис. 1. Схема взаимодействия агентов и институтов в НИС



Рис. 2. Многослойная модель институтов НИС

«Построение национальной инновационной системы – это сложная, но, подчеркну, ключевая задача нашей экономики. Мы должны наращивать поддержку фундаментальной науки, одновременно совершенствуя и организацию этой науки. Должны реализовывать мегапроекты на прорывных направлениях развития технологий, концентрируя на них ресурсы, кадры, внимание государства, тесно взаимодействуя при этом с бизнесом, чтобы не прозевать те шансы, которые нам сегодня даны, и не остаться за бортом цивилизации» – это фрагмент выступления на Красноярском форуме тогда еще кандидата в президенты Дмитрия Анатольевича Медведева.

18 апреля 2008 г., выступая на заседании Госсовета, на котором обсуждалась тема инвестиций и инноваций, и говоря о перспективах развития национальной инновационной системы, Д.А. Медведев сказал: «Успех на этом направлении для нас имеет ключевое значение. По сути, это решающее условие для долгосрочного роста нашей экономики, но с ростом экономики связан и ощутимый рост качества жизни всех наших людей. Инновационная система – это такой приводной механизм научно-промышленного развития, который применяется в большинстве современных государств. Ее главная задача – обеспечить эффективное прохождение всего инновационного цикла. Именно на это работает целая совокупность правовых, экономических, организационных и финансовых инструментов. И именно к этой модели мы сегодня и стремимся».

«...Что касается нашей системы, российской инновационной системы, у нас, с одной стороны, созданы и уже работают ее основные элементы, однако мы прекрасно понимаем (и, собственно, прежде всего ради этого собрались здесь), что инструменты поддержки инноваций сегодня слабо увязаны между собой. Отдельные циклы инновационного производства разобщены и плохо состыкованы друг с другом. Наверное, сегодня в

этом основная проблема. И мы просто вынуждены открыто констатировать, что сегодня, по существу, системой они не являются. Хотя мы и используем этот термин «инновационная система», но, по сути, пока это не система: это набор близких, но пока еще достаточно разнородных элементов. И поэтому созданные у нас элементы инфраструктуры определяющей роли в продвижении соответствующих проектов пока не имеют. Как результат – и масштаб, и сама отдача инновационной деятельности пока остаются весьма низкими».

Как работает экономическая схема внедрения новых технологий в странах, перешедших на инновационную модель роста? Как правило, в инновациях заинтересованы большие производственные и торговые компании, но разрабатывают их малые инновационные или, как их еще называют, «венчурные» компании, которые, рискуя за свой счет, берутся за превращение результатов НИОКР в коммерциализуемые на рынке продукты и услуги. Если у маленькой компании все в решении этой задачи получается успешно и инновационный продукт выходит на рынок и воспринимается им, то большая компания такую маленькую фирму просто покупает. Причем, покупает именно как компанию, вместе с технологиями, ноу-хау, производством и маркетингом, покупает дорого, что в свою очередь поощряет предпринимателей заниматься инновационным бизнесом, а венчурных инвесторов – вкладывать в инновации. Некоторым из малых компаний удается самим превратиться в большие корпорации и сформировать новый сектор рынка.

Модель инновационной экономики не исчерпывается процессом создания и коммерциализации инноваций, и на равных правах с инновационно-воспроизводственными подразделениями в НИС входят структуры, обеспечивающие источники финансирования инноваций и полноценное предложение на рынке венчурного капитала. Возможность для инновационной,

или венчурной, компании быстро привлечь средства для финансирования развития на основе инноваций является критически важной составляющей процесса коммерциализации результатов НИОКР. В зависимости от различных ситуаций, формы собственности и структуры венчурной компании, она может выбирать различные виды финансирования за счет внешних средств (Рис. 3).



Рис. 3. Возможные виды финансирования за счет внешних средств

Технологии превращения капитала в инновационно-ориентированный, высокорисковый венчурный капитал имеют свои особенности. Собственные средства корпораций и временно свободные денежные средства, находящиеся у источников ссудного капитала, согласно правилам управления портфелем активов в принципе не могут стать венчурным капиталом в полном объеме. Им становится лишь небольшая часть портфеля (в пенсионных фондах и активах страховых компаний в соответствии с законодательством большинства стран, как правило, это всего несколько процентов от общей суммы активов). Финансирование инноваций в виде банковских кредитов также имеет существенные ограничения, вытекающие из особенностей банковской деятельности, состоящих в необходимости защиты вкладчиков банков.

Кроме того, технологии превращения капитала в венчурный имеют ряд общих шагов, обязательных для такой метаморфозы. Прежде всего, это обособление части ссудного капитала или собственных средств корпорации. Затем отделение капитала-собственности от капитала-функции, благодаря чему подготавливается возможность самовозрастания данного капитала в качественно новых условиях (высокие риски, длительность инновационного процесса и др.) быстрорастущей или вновь созданной фирмы. В этом качестве капитал для финансирования инноваций, как правило, сосредоточивается в специальных фондах корпорации или финансовых институтах – венчурных фондах – и лишь передаваемый на определенных условиях инновационному предпринимателю данный капитал превращается в действующий венчурный капитал (или особую разновидность современного финансового капитала). Базельские принципы запрещают кредитование фирм, не способных обслуживать и погашать кредит, т.е. не имеющих устойчивых положительных финансовых потоков, которые редко характерны для молодых инновационных компаний.

У каждого из указанных выше (Рис. 3) видов финансирования есть свои преимущества и недостатки (Табл. 1). Кроме того, на разных стадиях цикла своего развития молодая инновационная компания может прибегать к тому или иному типу финансирования, более приемлемому для нее именно на данном этапе.

На Рис. 4 представлен жизненный цикл развития инновационной компании и соответствующие ему стадии финансирования бизнеса (посевная, ранняя, расширение и рост) с указанием ключевых точек, прохождение которых соответствует переходу от одной стадии к другой.

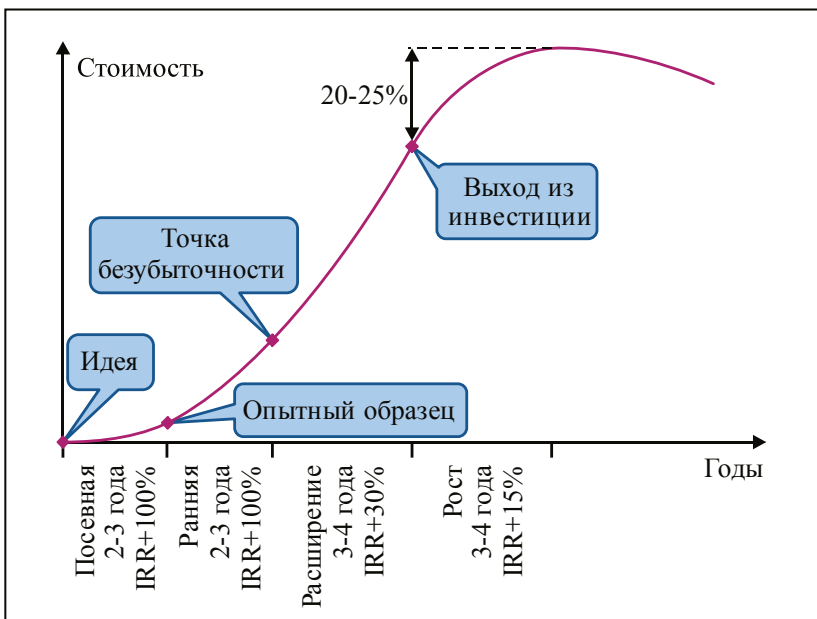


Рис. 4. Жизненный цикл компании, его основные этапы и раунды финансирования

Первая стадия развития компании начинается с идеи продукта и прообраза бизнес-модели, позволяющей новой компании выпустить на рынок новый или существенно отличающийся от имеющихся конкурентный продукт и благодаря этому «застолбить» часть рынка для «выращивания» стоимости нового бизнеса. Она заканчивается изготовлением опытного образца продукции, которую предполагается выпускать и которая по своим потребительским характеристикам конкурентоспособна по сравнению с другими аналогичными продуктами. Без изготовлении опытного образца (или образцов) фактически

Табл. 1. Сравнительные характеристики различных источников финансирования

Источники	Ограничения и требования	Преимущества	Недостатки
<p>Государственное финансирование (субвенции, гранты, льготные кредиты)</p>	<p>Социальная значимость</p> <p>Компания должна соответствовать определенным стандартам</p> <p>Финансирование может использоваться только для определенных видов деятельности</p>	<p>Осуществляется даже в случаях, когда невозможно получить финансирование из коммерческих источников</p> <p>Обычно требует к выплате меньший объем средств и предоставляется на более долгий срок</p>	<p>Ограничения на использование</p> <p>Трудности в получении</p> <p>Обычно объемы невелики</p>
<p>Кредиты</p>	<p>Ликвидный залог</p> <p>Устойчивый денежный поток, кредитная история компании</p> <p>Жесткие требования к финансовому плану развития проекта</p>	<p>Гибкость в заимствовании и обслуживании займа</p> <p>Отсутствие оперативного контроля над использованием средств</p>	<p>Риск неплатежеспособности</p> <p>Высокие процентные ставки</p> <p>Требования к ликвидному залогу</p>

<p>Прямые (стратегические) инвестиции</p>	<p>Устойчивая позиция на рынке и понятные перспективы роста</p> <p>Квалифицированный и опытный менеджмент</p> <p>Ясность возможностей выхода</p>	<p>Инвестор вносит свой опыт по данному направлению деятельности</p> <p>Инвестор содействует в выходе из инвестиций</p>	<p>Инвестор контролирует процесс принятия решений</p>
<p>Венчурный капитал</p>	<p>Компания должна показывать:</p> <ul style="list-style-type: none"> • уникальность идеи; • потенциальный рост, высокую потенциальную доходность инвестиций; • высокую квалификацию управляющего персонала; • ясность возможностей выхода 	<p>Венчурный капиталист, как владелец неконтрольного пакета акций, заинтересован в росте компании и реализует свой опыт в управлении и финансовой области, что дает компании дополнительное развитие</p>	<p>Процесс получения финансирования долгий и трудный</p> <p>Инвестор контролирует процесс принятия решений</p> <p>Во власти инвестора осуществлять кадровые перестановки</p> <p>Возможности выхода из инвестиций могут вызывать сомнения, и компания не получит инвестиций</p>

невозможно объективно судить об отношении к продукту потенциальных потребителей, а его наличие позволяет использовать все стандартные методики изучения спроса («фокус-группы», альфа- и бета-тестирование и т.п.). Кроме того, только при наличии опытного образца можно объективно судить о возможностях его производства, упаковки, транспортировки, хранения и т.п. и, следовательно, о связанных с этим трудностях и затратах. Источником финансирования компании на первой стадии в основном служат так называемые 3F (family – семья, friends – друзья, fools – дураки), а также бизнес-ангелы. Понятно, что все эти четыре источника ограничены по объему, и полученных из них средств может элементарно не хватить для изготовления опытного образца. С другой стороны, венчурные инвесторы будут относиться к инвестированию в новую компанию с оправданной осторожностью, и именно поэтому завершающие стадии этого этапа (когда имеющиеся деньги закончились, а новые привлечь не удастся) часто называют «долиной смерти».

Вторая стадия начинается с первых продаж нового продукта и заканчивается достижением новой компанией точки безубыточности (break-even point), означающей, что текущие затраты на ведение бизнеса покрываются текущими доходами от продажи продукции и поток наличности новой компании становится положительным. Неслучайно на этом этапе для характеристики финансовой работы компании часто используют показатель «сжигания средств» (burn gate), который может достигать до нескольких сотен тысяч долларов в квартал или даже месяц, но при соответствии роста объема продаж и снижения себестоимости наметкам бизнес-плана выглядит как вполне оправданный. Венчурный капитал выступает на данном этапе основным источником финансирования роста компании. С завершением этапа, когда потоки наличности становятся положительными, компания впервые получает возможность обратиться в банк

за заемными средствами, а также впервые может оценить свою стоимость с использованием объективных методов и оценок (например, путем дисконтирования потоков наличности). Особенностью этого этапа является то, что венчурные инвесторы обычно не выкупают доли учредителей компании или бизнес-ангелов, а следовательно, не обеспечивают для них выход из инвестиций.

Третий этап связан с быстрым ростом компании и экспансией ее продуктов на рынки, и завершается он началом выхода первоначальных и присоединившихся к ним прямых инвесторов из инвестиций. Этот выход возможен либо путем продажи контрольного пакета акций стратегическому инвестору, либо, если позволяет рынок и компания смогла обеспечить объемы продаж, соответствующие уровню капитализации в 400–600 млн долл., путем первоначального предложения акций на рынке (IPO). Основным источником капитала на этом этапе развития бизнеса выступают прямые инвесторы, а также банки, которые увеличивают кредитование компании при поступлении в ее капитал инвестиций со стороны и при реинвестировании существенной части (а иногда и всего) потока наличности, который генерирует компания. Рост и экспансия компании связаны преимущественно со сделками слияний и поглощений (mergers and acquisitions, M&A), а также с развитием маркетинга, брендинга и рекламы – сфер деятельности, которые неохотно кредитуются банками и для финансирования которых требуется акционерный капитал. Также рост и экспансия связаны со строительством новых мощностей и сетей дистрибуции, которые являются привлекательными для банковского кредитования и нуждаются в акционерном капитале лишь в ограниченном объеме (15–25% от стоимости проекта). Более высокая пропорция долга в структуре капитала компании («кредитное плечо», leverage) позволяет наращивать стоимость компании ускоренными, по сравнению с ростом объема продаж,

темпами и увеличивает внутреннюю норму доходности на акционерный капитал.

Преимуществом данного этапа по сравнению с предыдущими выступает то, что стоимость бизнеса и капитала компании можно оценить более точно. Следовательно, собственники компании получают возможность отдать прямому инвестору в обмен на инвестиции существенно меньшую долю в компании, чем на предыдущем этапе. Прямой инвестор не чувствует себя обделенным, получив эту меньшую долю, так как уверен в оценке стоимости компании. На данном этапе прямой инвестор наряду с акциями нового выпуска может выкупить доли и венчурного инвестора, и некоторых из учредителей (как правило, для консолидации собственности в компании), обеспечив им выход из инвестиций. Компания вынуждена предлагать себя стратегическому инвестору или выводить свои акции на торги на публичном рынке в момент, когда ее стоимость не достигла запланированного максимума и ниже его на 20–25%. Это связано с тем, что такой резерв роста выступает стимулом для инвестора (стратегического или публичного рынка) очередного раунда, и при его отсутствии компания, скорее всего, столкнется с дисконтом в ее оценке.

Определенной альтернативой упомянутым двум способам выхода может быть вариант продажи контроля в форме выкупа за счет заемных средств в рамках сделок выкупов (management buyout – MBO, и leveraged buyout – LBO). Эти сделки не заменяют выхода из инвестиций в двух вышеупомянутых формах, но позволяют оттянуть его во времени и выполнить при более высокой оценке компании. В сделках MBO могут быть заинтересованы как собственники компании – учредители и прямой инвестор, которые сразу получают от менеджеров, использующих заемные средства, больше наличных, так как сумеют продать более весомую долю в компании, чем в случае

стратегического инвестора или публичного рынка, так и менеджеры компании, которые, выполнив цели, поставленные учредителями, и расплатившись с ними, получают возможность превратиться из наемных работников в собственников. В сделках LBO ситуация похожа, но бенефициаром вместо менеджеров выступит фонд, специализирующийся на выкупах, который привлечет в компанию новую команду менеджеров.

Четвертый этап стартует с началом выхода из инвестиций владельцев компании и прямых инвесторов и заканчивается, когда владельцам удастся реализовать 75–100% принадлежащего им бизнеса. Наличие четвертого этапа вызвано необходимостью, хотя для учредителей компании он выглядит нежелательным и излишним. Дело в том, что стратегический инвестор в большинстве случаев не способен или не заинтересован в выкупе более 51% в компании, так как покупка такой доли полностью решает его задачи по консолидации нового бизнеса в существующий и по изменению центров прибыли и затрат, не создавая одновременно новых проблем, связанных с отвлечением существенных средств из оборота и от программ развития собственного бизнеса. Публичный рынок, как правило, готов инвестировать лишь в 25–30% акций компании и, кроме того, больше заинтересован в поддержании ликвидности и росте цен акций за счет тщательного соблюдения соотношений между имеющимся на рынке спросом и предложением, чем в соблюдении интересов учредителей компании по превращению созданной ими стоимости в деньги. Кроме того, прямой инвестор, как правило, фиксирует свои преимущественные права по первоочередному выходу из инвестиций по сравнению с учредителями компании и другими акционерами, так как без такого рода оговорок и прав, он, скорее всего, просто не стал бы инвестором данной компании.

При анализе Рис. 4 надо иметь в виду, что основным стадиям развития компании соответствуют определенные раунды финансирования, причем начало нового раунда фактически невозможно без успешного (с точки зрения целей и задач раунда) завершения предыдущего. В соответствии с рисками, которым подвергаются инвесторы каждого раунда, существенно различается и ожидаемый ими возврат на вложенный капитал. Понятно, что границы между стадиями весьма условны, и определенный тип инвестора (бизнес-ангел, венчурный или прямой инвестор, а иногда и публичный рынок) может оказаться заинтересованным в инвестициях раньше наступления соответствующего этапа или, напротив, прийти чуть позже.

Важно также иметь в виду, что при нормальном ходе развития событий и успешной реализации бизнес-плана, который к тому же окажется разумным, новая компания достигнет успеха и реализует поставленные при ее создании цели за довольно короткий промежуток времени – 10–14 лет. При этом перед инициаторами бизнеса – его учредителями, собственниками и одновременно топ-менеджерами – неизбежно встанет вопрос о будущей занятости и занятиях.

При венчурном инвестировании выделяют несколько стадий развития и финансирования бизнеса (Табл. 2).

Выбор предпринимателем того или иного вида финансирования зависит от нескольких факторов. К ним относятся: доступность источника капитала, плата за его предоставление (процент в случае заемного, доля в случае акционерного финансирования), профессионализм и амбициозность предпринимателя, состав финансирования (только финансовые средства или в сочетании с сопутствующими услугами) и т.д. Венчурный капитал имеет большое преимущество перед другими видами финансирования на начальных этапах развития компании, так как вместе с

денежными средствами предпринимателю может быть предоставлена организационная, управленческая и иные виды поддержки, личные связи инвестора, информация о рынках и аналогичных товарах. С развитием компании роль человеческого капитала, предоставляемого венчурным инвестором, снижается и на смену венчурным инвестициям приходят прямые.

Для современной России одним из наиболее важных факторов, препятствующих развитию инновационной деятельности, а следовательно, экономическому росту страны, остаются финансовые факторы – недостаток и относительная недоступность средств для финансирования инновационных и/или венчурных проектов. Второй важнейшей проблемой финансирования инноваций в России является потеря связей российской промышленности с отечественной наукой. Даже в условиях инвестиционного роста с наступлением XXI века существенного притока частных средств предприятий в сферу научных исследований не наблюдается, в то время как половина платежеспособного спроса на технологии удовлетворяется за счет их импорта.

Табл. 2. Стадии развития и финансирования бизнеса

Стадии развития бизнеса	Стадии финансирования		
<p><i>Начинающие компании</i></p> <p>Отсутствие «финансовой истории»</p> <p>Минимально развитая система бизнеса</p>	<p><i>Финансирование стадии «посева»</i></p> <p>Относительно небольшой объем капитала, предоставляемого инноватору или предпринимателю для разработки и/или проверки концепции</p>	<p><i>Финансирование только что возникших компаний</i></p> <p>Финансирование, предоставляемое компаниям для разработки продукта и маркетинга</p>	<p><i>Финансирование первого этапа</i></p> <p>Финансирование, предоставляемое компании для начала производства и продаж</p>

<p><i>Растущие компании</i></p> <p>Продемонстрирован потенциал продукта на небольших масштабах производства или на этапе создания прототипа</p>	<p><i>Финансирование второго этапа</i></p> <p>Оборотный капитал, предоставляемый для первоначального расширения бизнеса компании</p>	<p><i>Финансирование третьего этапа</i></p> <p>Финансирование, предоставляемое для крупного расширения компании, у которой растет объем продаж</p>	<p><i>Переходное финансирование</i></p> <p>Финансирование, предоставляемое компании, которая намерена зарегистрировать акции на бирже в течение ближайших шести месяцев–года</p>
<p><i>Зрелые компании</i></p> <p>Стабилизация конкуренции</p> <p>Развитие сложной системы ведения бизнеса</p> <p>Сосредоточение на экономике издержек</p>	<p><i>Финансирование «реорганизации»</i></p> <p>Финансирование компаний, которым угрожает банкротство или необходима реструктуризация бизнеса</p>	<p><i>Выкуп управляющими/ выкуп с использованием заемных средств</i></p> <p>Финансирование, предоставляемое управляющим для выкупа бизнеса</p>	<p><i>Слияние/ поглощение/ приватизация</i></p> <p>Финансирование, предоставляемое для покрытия доли компании в расходах при слиянии, поглощении или приватизации компании</p>

Лекция 2.

Венчурный бизнес и его структура

2.1. Основные понятия венчурного бизнеса

Сфера производственно-финансовых отношений, на которую распространяются операции по венчурному финансированию (venture capital), определяется в разных странах по-разному.

В США эту сферу часто ограничивают лишь ранними стадиями развития нового бизнеса и инвестициями в высокие технологии.

Европейская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (European Private Equity & Venture Capital Association – EVCA) так определяет венчурное финансирование: «Акционерный капитал, предоставляемый профессиональными фирмами, которые инвестируют, одновременно принимая участие в управлении, в частные предприятия, демонстрирующие значительный потенциал роста, в фазах их начального развития, расширения и преобразования».

Британская ассоциация венчурного инвестирования (British Venture Capital Association – BVCA) делает упор на среднесрочный и долгосрочный прирост капитала (capital gains) от венчурных инвестиций в некотируемые на фондовом рынке акции компаний, обладающих потенциалом роста, при этом более значительный, чем в других сферах инвестирования прирост капитала должен компенсировать риски и неликвидность венчурных инвестиций.

В США и Западной Европе для обозначения прямых инвестиций используют либо понятие «venture capital», либо «private equity».

Под «private equity» в Западной Европе понимают то же, что и под понятием «venture capital», но расширяют последнее понятие, дополнительно включая в него так называемые выкупы (контрольного) пакета акций за счет заемных средств (leveraged buyouts, LBO).

В США в понятие «private equity» вкладывают иное содержание – это любые прямые инвестиции, за исключением венчурных инвестиций, которые в понятие «private equity» не входят и обозначаются как собственно «venture capital».

Различия в толковании «private equity» являются причиной несопоставимости американской и западноевропейской статистики по венчурному финансированию. В США LBO в статистику по венчурному финансированию не включаются, а в отчетах по европейскому рынку EVCA – включаются. Для сопоставимости венчурной статистики необходимо вычитать из статистических данных по прямым инвестициям в Европе в целом финансирование LBO (а это до 75% всех инвестиций в private equity). В связи с этим следует относиться с осторожностью к демонстрируемой статистике развитости рынка венчурного капитала в странах Европы, так как там он больше чем на три четверти (по данным EVCA за 2007–2008 гг.) является не столько классическим венчурным капиталом в его американском понимании, сколько тем, что в США принято называть «private equity», в котором доминируют сделки LBO.

Понятие «private equity» и в самой Западной Европе используется непоследовательно: его то объявляют синонимом понятию «venture capital», то говорят об этих двух понятиях, пользуясь соединительным союзом: «venture capital & private equity». Такую непоследовательность можно объяснить тем, что отдельные европейские авторы все же предпочитают американский подход к пониманию «private equity».

Венчурным бизнесом называется предпринимательская деятельность, в рамках которой капитал подвергается рискам убытков, но инвестируется в расчете на существенную прибыль. Термином «венчурный» стали обозначать как способ и форму финансирования, так и молодую недавно образованную компанию, привлекающую венчурное финансирование для своего бизнеса из внешнего источника.

Венчурный бизнес, который обеспечивает приток частных средств в малые развивающиеся инновации компании (в целях их продажи большим компаниям) и в обмен на высокие риски обеспечивает высокую доходность для инвесторов, доказал в развитых странах эффективность института венчурного инвестирования, как одного из действенных инструментов реализации инновационной модели роста.

Согласно заявлению Дмитрия Медведева, «в ряде государств создание венчурных компаний стало двигателем инновационной модернизации страны и ключевым элементом новой инновационной системы». 18 апреля 2008 г., на заседании Госсовета, посвященном инвестициям и инновациям, президент, говоря о роли венчурного финансирования, отметил: «Базовыми элементами этой системы являются создаваемые сегодня наукограды, особые экономические зоны, технопарки, центры трансфера технологий, так называемые бизнес-инкубаторы и иные подобные структуры, которые появляются сейчас в довольно большом количестве. А высокая скорость и непрерывность инновационного цикла должны обеспечиваться финансовыми институтами, в том числе венчурными инновационными и инвестиционными фондами».

2.2. Место венчурной индустрии в финансировании роста компаний

Традиционно принято различать четыре способа финансирования роста компаний:

- Долговое финансирование (в том числе лизинговое).
- Инвестиции в акционерный капитал.
- Финансирование за счет собственных средств компании.
- Финансирование из государственных источников.

Не останавливаясь на вопросе о том, насколько такое деление является удачным, определим место венчурного финансирования среди указанных четырех способов. В первую очередь это *инвестиции в акционерный капитал* (тогда как долговое финансирование – это в основном банковское кредитование под обеспечение или выпуск облигационных займов).

Венчурное финансирование в тех или иных пропорциях может включать в себя долговое (через предоставление связанных кредитов или покупку облигаций инвестируемой компании, а также в форме лизинга в целях оптимизации налогообложения) и, частично, финансирование из государственных источников. Тем не менее основной упор делается на инвестиции в акционерный капитал с определенным участием в реализации проекта.

Инвестиции в акционерный капитал (в акции и конвертируемые в акции ценные бумаги), как известно, могут быть двух типов:

- биржевые (или портфельные);
- небиржевые (или прямые).

Биржевым (портфельным) финансированием путем инвестиций в акционерный капитал занимаются различные инвестиционные фонды публичного рынка, например, паевые инвестиционные фонды (ПИФы) или общие фонды банковского управления (ОФБУ), которые осуществляют портфельные инвестиции в акции котируемых на фондовом рынке предприятий (прежде всего «голубых фишек»).

В некоторых случаях портфельные инвесторы (инвесторы, формирующие портфель для управления активами, например, страховые компании или пенсионные фонды) могут инвестировать в акционерный капитал предприятий на внебиржевом рынке (т.е. в малые и средние предприятия). В таких случаях можно говорить о высокорисковых прямых инвестициях, очень похожих на венчурные инвестиции.

Водораздел между венчурными и всеми прочими внебиржевыми (прямыми) инвестициями в акционерный капитал принято проводить по признаку наличия либо отсутствия так называемого контролирующего (стратегического) участия инвесторов в реализации проекта. Венчурный инвестор, с целью уменьшения риска нецелевого использования инвестиций, в качестве обязательного условия внебиржевого (прямого) финансирования (осуществляемого без обеспечения) в большинстве случаев требует вхождения одного или нескольких своих представителей в состав совета директоров реализующего проект предприятия и получает определенные дополнительные права в области корпоративного управления, которых может не быть у остальных акционеров (об этом более подробно будет говориться в следующих лекциях).

Таким образом, специфическая «ниша» венчурного финансирования – это внебиржевые (прямые) инвестиции в акционерный капитал, с уровнем риска, уменьшенным за счет вхождения

представителей инвестора в совет директоров реализующего проект предприятия (что позволяет активно участвовать в управлении предприятием – «держать руку на пульсе» или «на штурвале», реализуя модель управления, которая называется «hands-on»).

Учитывая такую активность венчурных инвесторов, финансирование венчурным капиталом рассматривается не просто как финансы, а как нечто большее, включающее привлечение венчурным инвестором своего опыта, связей в мире бизнеса и не поддающегося формализации менеджерского ноу-хау, и поэтому венчурные инвестиции зачастую называют «умные деньги» (smart money).

«Венчурная ниша» на рынке капиталов при слабости фондового рынка и недостаточной развитости банковского кредитования (как, например, сегодня в России) может увеличиваться за счет вхождения в нее всех проектов по расширению бизнеса. Либо (как сейчас в США) эта ниша может сужаться в результате конкуренции с банковским кредитованием под обеспечение – в ней остаются в основном те предприятия, которые банки не станут кредитовать без обеспечения или в рамках проектного финансирования.

Отношение к венчурному капиталу как к самой последней (и при этом наименее желательной) возможности получить финансирование проекта сформулировал преподаватель курса «Коммерциализация технологий» Техасского университета в г. Остин г-н Шварц, обращаясь к студентам: «К венчурному финансированию я посоветовал бы вам обращаться только в том случае, если у компании нет возможности получить какое-либо иное финансирование».

Возможно деление венчурного финансирования на рынки формального и неформального венчурного капитала:

- К первым относят такие институциональные образования, как венчурные фонды и компании венчурного капитала.
- Ко вторым можно отнести индивидуальных инвесторов (так называемых бизнес-ангелов).

В США неформальные венчурные инвесторы, хотя и инвестируют в компанию обычно в меньших объемах, чем формальные венчурные инвесторы, однако (что очень важно) они инвестируют на более ранних этапах, причем чаще всего – в те проекты, которые ни при каких условиях не станут финансировать формальные инвесторы, в первую очередь из-за высоких (относительно общего размера инвестиций) издержек на различные экспертизы и накладных расходов.

В целом же, по некоторым оценкам, в США бизнес-ангелы ежегодно инвестируют больше, чем все вместе взятые формальные венчурные инвесторы – около 20–30 млрд долл., а по некоторым оценкам – 40 млрд долл. (Табл. 3).

Табл. 3. Инвестиции институционального и неинституционального секторов венчурного капитала в США

Год	Инвестиции (млрд долл.)	
	Венчурный капитал	Бизнес-ангелы
2001	32,1	30,0
2002	22,1	15,7
2003	19,6	18,1
2004	22,4	22,5
2005	23,7	23,1
2006	25,5	26,0
2007	27,0	28,0
2008	28,8	29,5
2009	21,4	22,0

2.3. Роль венчурного финансирования

Прямые инвестиции («private equity» или «direct equity») и их разновидность венчурные инвестиции («venture capital») на сегодняшний день получили наибольшее развитие в странах, где существуют прецедентные системы права (common law), – в первую очередь в США, Великобритании, Канаде и Австралии.

Наибольший интерес для России представляет уникальный опыт становления венчурного финансирования в США, где находится самый большой на сегодняшний день рынок венчурного капитала. В 1970 г. в США этот рынок практически отсутствовал, в 1980 г. весь совокупный венчурный капитал США не превышал 1 млрд долл., а к середине 1990-х годов рынок венчурного капитала под управлением достиг в этой стране уровня 35 млрд долл., из которых порядка 4 млрд долл. было инвестировано.

Если эти 4 млрд долл. сопоставить с 30–40 млрд долл., которые были получены в то время в США от продажи акций на фондовом рынке, то рынок венчурного капитала будет выглядеть очень скромно. Однако роль венчурного финансирования в США не сводится лишь к дополнительным 4 млрд долл., ежегодно инвестируемым в экономику этой страны. Малый и средний бизнес, на который в первую очередь рассчитано венчурное инвестирование, практически лишен иных возможностей *без обеспечения* получить *долгосрочные* (на 3–6 лет) инвестиции, особенно при отсутствии убедительной «кредитной истории» (track record). Между тем именно малый и средний бизнес способен наиболее динамично развиваться, создавая рабочие места.

Венчурные инвестиции (Рис. 5) показали самые высокие показатели доходности (по разным источникам, 18–20% годовых) среди основных направлений инвестирования в США за 20-летний период (1980–2001 г.), даже с учетом потерь от «интернет-пузыря», а большинство молодых компаний – лидеров научно-технического сектора мировой экономики – начинали свое «взрывное развитие» именно с привлечением венчурного капитала. В последние предкризисные годы доходность венчурных инвестиций на большинстве рынков выросла (Рис. 6).

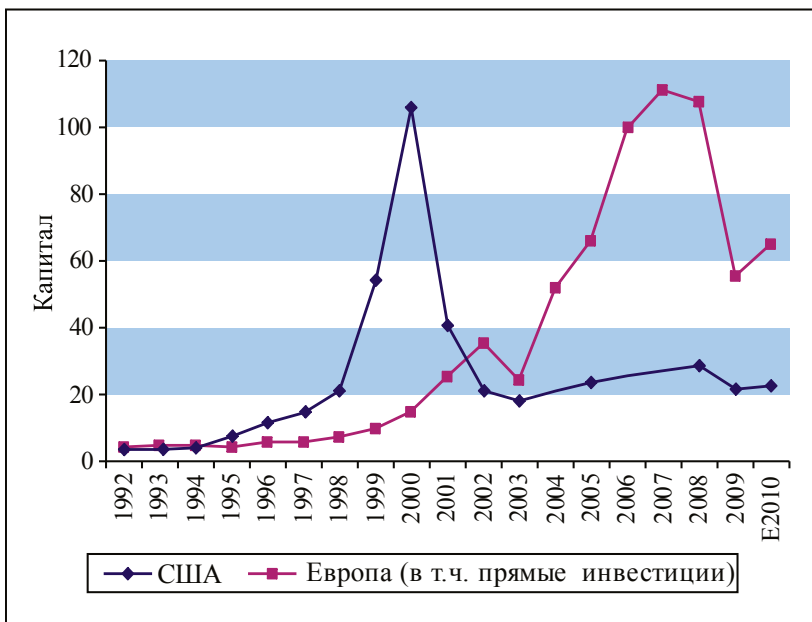


Рис. 5. Объем совершенных венчурных инвестиций в США и Европе в период с 1992 по 2010 гг. (млрд долл.)

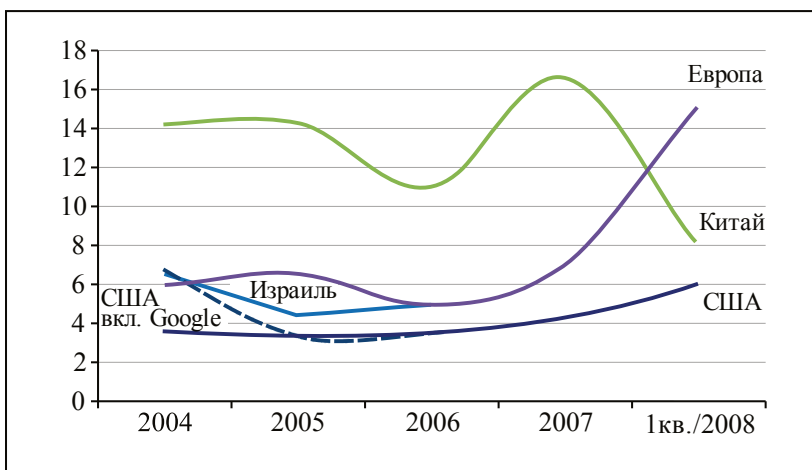


Рис. 6. Доходность венчурных инвестиций как мультипликатор цены выхода из инвестиции к цене входа (выходы ценой более 100 млн долл.)

Влияние венчурного капитала на национальную экономику значительно и постоянно растет. В США – на родине индустрии прямых и венчурных инвестиций – в компаниях, развивающихся за счет капитала таких инвестиций, уже в начале нового века работало до 11% от общего числа занятых в экономике. В 2009 г. в компаниях, созданных за счет инвестиций венчурного капитала в объеме 856 млрд. долл., это число достигло 11,2 млн чел., которые ежегодно производили продукцию на сумму 2,9 трлн долл., что составило 21% от ВВП.

Согласно проведенному Coopers & Librand исследованию, в то время как количество работников, занятых на пятистах крупнейших предприятиях Европы в 1990-х годах, увеличивалось на 2% за год, у такого же числа получивших венчурные инвестиции предприятий занятость за год увеличилась на 15%. Лишь 12% респондентов вышеупомянутого исследования рассматривали инвестора венчурного капитала только как «управляющего фондом», тогда как 52% относились к такому инвестору как к «настоящему партнеру», отмечая при этом в первую очередь ценность финансовых рекомендаций такого инвестора (44% респондентов), помощь в выработке корпоративной стратегии (43%) и восприимчивость к новым идеям (41%). Менеджеры 81% проинвестированных (портфельных) компаний ответили, что без инвестиций венчурного капитала их компания вообще не существовала бы (43% респондентов) либо развивалась бы медленнее (38%)

На Рис. 7 показано изменение доли венчурной индустрии в ВВП США, Европы и России в 2004–2008 гг. с учетом и без учета прямых инвестиций и инвестиций в сделки выкупа. Рост этой доли в США и ее падение в Европе в 2008 г. были связаны с тем, что венчурная индустрия в условиях кризиса оказалась более устойчивой, чем экономика в целом, а также с некоторым ростом ВВП в Европе и его падением в США.

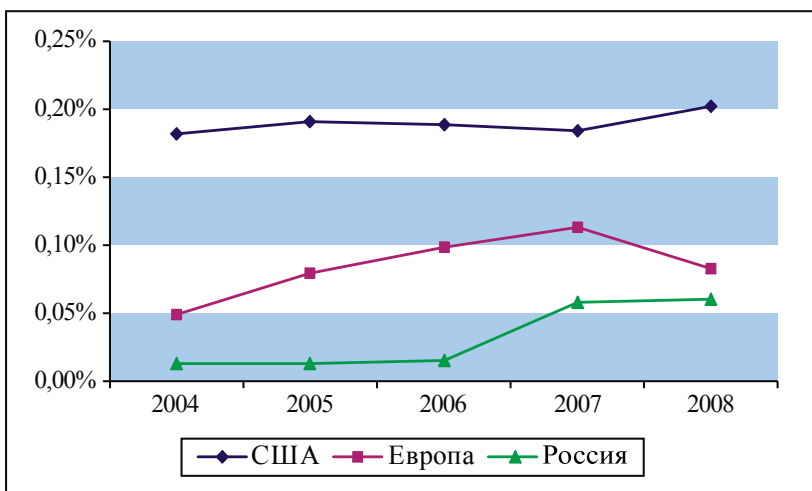
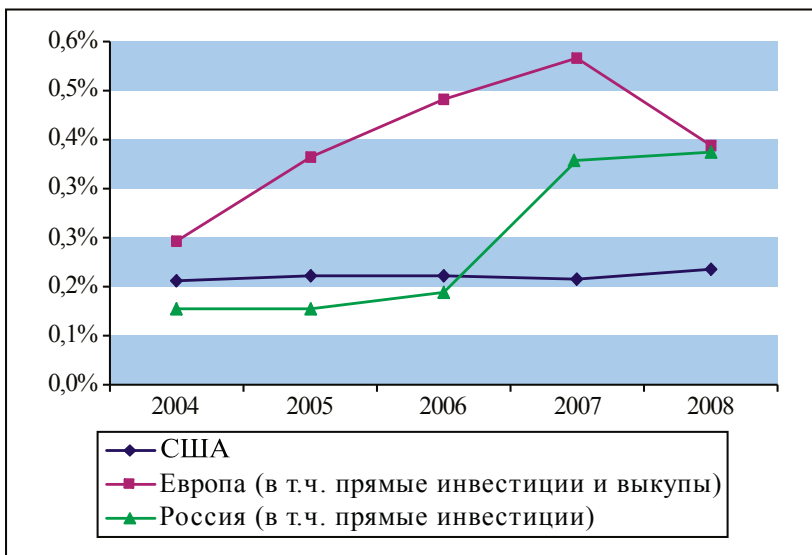


Рис. 7. Доля венчурной индустрии в ВВП США, Европы и России в 2004–2008 гг.

2.4. Цели индустрии прямого инвестирования в акционерный капитал

Индустрии прямых инвестиций в акционерный капитал понадобилось некоторое время, чтобы понять, что различные участники процесса инвестирования преследуют разные цели. Со временем удалось примерно определить, какие это цели для:

- инвестируемых компаний;
- инвесторов;
- управляющих фондами.

2.4.1. Цели инвестируемых компаний

В Европе более одной пятой всех инвестиций представляет собой продажу всех акций компании фонду венчурного капитала вместе с передачей ему контроля. Остальные инвестиции принимают форму приобретения больше или меньше половины акций компании на ранней либо на более поздней стадии развития в целях финансирования ее дальнейшего роста или расширения. В случае более чем 50%-ной продажи компании цели продавца (будь это корпорация, продающая свое подразделение, или человек, продающий то, что сам создал или унаследовал) сочетают в себе стремления получить большую сумму денег, обеспечить продолжение работы (либо сохранения независимости) компании, а также сохранить работу для менеджеров и персонала. Для компании, переживающей смену собственника, основной целью является достижение такой структуры финансирования, которая обеспечит ей долговременный рост при тщательном соблюдении баланса выгоды с теми суммами, которые придется отдать кредиторам из прибыли и из прироста стоимости капитала.

В США продажа контрольного пакета в ходе структурирования сделки по привлечению венчурного капитала является скорее исключением, чем правилом. Существующие акционеры рассматривают свою компанию как инвестицию и заинтересованы в привлечении дополнительного капитала для продолжения роста компании, а также рассчитывают на совместный с новым инвестором выход из данной инвестиции.

Как уже говорилось выше, существует также ряд других возможностей привлечения средств для развития бизнеса:

- Организованный фондовый рынок.
- Банки.
- Государство.
- Прочее.

2.4.1.1. Цели инвестируемых компаний и организованный фондовый рынок

В США организованные фондовые рынки являются хорошим источником средств даже для тех компаний ранних стадий развития, которые несут существенные убытки и не генерируют положительного потока наличности.

Фондовые рынки Европы и развивающихся рынков (emerging markets) требуют демонстрации предыдущих достижений, на них довольно дорого котироваться, и они больше заботятся о защите инвесторов, чем о том, чтобы поощрять их к выбору своего профиля риска и инвестированию в соответствующие компании. Эти же причины ограничили в Европе и на развивающихся рынках доступ и более зрелого бизнеса к дополнительному капиталу для финансирования расширения/развития.

Попыткой преодолеть это положение явилось создание специальных биржевых площадок для высокотехнологических компаний – как правило, в рамках уже существующих известных бирж. Например, площадки AIM (Alternative Investment Market – Альтернативный рынок инвестиций) в Великобритании, которая позволила собрать более 600 млн долл. «новых» (дополнительных по сравнению с теми, что обращались ранее на публичном рынке) денег за первые 15 месяцев работы. Время покажет, насколько постоянным окажется этот источник инвестиций в будущем. Такие же проекты были реализованы в Германии и Швеции, а также в некоторых других странах. Не так давно появилась торговая система EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automatic Quotation System), на которую возлагаются надежды, что вскоре она обеспечит европейцам ликвидность, близкую к той, которой уже давно пользуются их американские коллеги. Аналогичные площадки существуют и в России, и последней из них стал «Рынок инноваций и инвестиций» (РИИ) ММВБ, запущенный в 2008 г. при поддержке государственной корпорации «РоснаноТех».

Часто бывает так, что венчурный капитал служит идеальным мостом к выходу компании на ранней или более поздней стадии своего развития на фондовый рынок, ибо позволяет использовать интеллектуальный вклад управляющих венчурного фонда, находясь еще вне ограничений фондового рынка, а также максимизировать цену компании на момент начала ее котировки на рынке. Однако если выход на фондовый рынок в существенной мере будет определяться стремлением при случае похвастаться тем, что твоя компания – торгуемое открытое акционерное общество, то перспективы получения венчурного финансирования невелики.

2.4.1.2. Цели инвестируемых компаний и банки

Исторически банки являлись самым важным источником финансирования промышленного роста в большинстве стран, особенно на завершающем этапе ранней стадии развития компаний, с момента, когда уже достигнута точка окупаемости по текущим доходам и расходам и денежный поток становится положительным. Некоторые экономики слишком полагались на этот источник – например Германия, где отношение объемов прямых инвестиций к объему выдаваемых кредитов (equity/debt ratio) составляло в 1990-е годы менее 19%.

Банковские кредиты выглядят вполне дешевыми по сравнению с внутренней нормой доходности (далее – ВНД или IRR), на которую ориентируются венчурные инвесторы. Однако этот подход не учитывает «скрытую цену» банковского финансирования, куда входит его циклический характер, требования по страхованию, недостаточное участие банка в разработке стратегических вопросов развития компании, давление, оказываемое банком в трудные для компании времена, требование регулярных выплат процента и основного долга, независимо от циклов формирования потока наличности (cash flow) в компании, и т.д. Все эти проблемы могут быть решены или сглажены с использованием прямых инвестиций, по крайней мере на определенном этапе финансирования процесса развития бизнеса.

Учитывая интересы самих банков, их можно сделать отличными партнерами для индустрии венчурного инвестирования, например, в сделках с выкупом (LBO), под которые они могут предоставить менее рискованные (и менее дорогие) кредиты, тогда как венчурный инвестор берет на себя более рискованную и менее ликвидную составляющую прямых инвестиций.

2.4.1.3. Цели инвестируемых компаний и государство

Финансирование со стороны государственных структур часто преследует смешанные цели, среди которых получение прибыли может уступать по важности таким целям, как создание новых рабочих мест, внедрение новых технологий и новых видов производств. Государственное финансирование является важным фактором экономики, однако в промышленности стран ЕЭС за последние 10–15 лет его значимость снизилась с 20,5% привлеченных средств до 3,1%, хотя оно по-прежнему оставалось важным источником прямых инвестиций в некоторых странах, например в Испании, вплоть до кризиса, начавшегося в 2007–2008 гг.

Для компаний такое финансирование выгодно тем, что оно дешево, долгосрочно и не рассчитано на получение инвестором больших доходов в конце проекта (управляющие венчурных фондов не согласились бы финансировать компании на таких условиях). Эти довольно «пассивные» деньги могут быть полезным дополнением к венчурным инвестициям в конце начальных стадий финансирования.

2.4.1.4. Цели инвестируемых компаний и прочие инвесторы

На рынке помимо указанных существуют и иные специализирующиеся на инвестициях структуры, которые большей частью занимаются консалтингом, как, например, инвестиционные и торговые банки, инвестиционные брокеры, специалисты по корпоративным финансам, национальные и международные институты развития. Они очень важны для организации процесса инвестирования, но сами инвестируют довольно редко.

Следует подчеркнуть, что инвестируемые компании могут использовать прямые инвестиции в разных целях на разных этапах своего развития наряду с другими источниками финансирования. Для тех, кто стремится просто продать свой бизнес, венчурный капитал может являться привлекательной альтернативой привлечению покупателей из той же сферы бизнеса (стратегических инвесторов), если последние не демонстрируют в данный момент стремления к приобретению новых производств, или когда помимо цены продажи бизнеса важны также иные аспекты (например, сохранение команды менеджеров).

В ситуациях, когда капитал необходим для развития производства, венчурный капитал выступает весьма привлекательным источником, если компании еще (или уже) недоступны более дешевые и более пассивные источники финансирования, либо – что даже более важно – когда для создания и/или максимизации стоимости предприятия требуется активное участие и мастерство венчурного менеджера.

2.4.2. Цели инвесторов

Цели тех, кто осуществляет венчурные и прямые инвестиции в акционерный капитал, столь же разнообразны, как и источники этих денег.

Перед тем как охарактеризовать источники капитала для венчурных фондов, необходимо сказать несколько слов об экономических отношениях, возникающих между источником капитала и теми, кто этот капитал привлекает, – об отношениях доверительного управления, а также о том, почему капитал передается третьему лицу для управления, – о правилах управления активами.

2.4.2.1. Отношения доверительного управления

Речь идет именно о доверительном управлении в связи с тем, что поставщики капитала не передают доверительному управляющему капитал вместе с правами собственности на него, как это предусматривают гражданско-правовые отношения, а права сохраняются за доверителем и капитал передается на время для приращения за вознаграждение, которое уплачивается управляющему. В отличие от простых гражданско-правовых отношений, сформулированных еще в римском праве и построенных по типу «даю, чтобы дал, делаю, чтобы дал, даю, чтобы сделал и делаю, чтобы сделал» и базирующихся на понятии гражданской ответственности, в отношениях доверительного управления речь идет об ином виде ответственности – фидуциарной ответственности, которая исходит из того, что доверительный управляющий в интересах доверителя должен сделать максимум возможного в данное время и в данном месте для приращения активов, полученных в управление.

Понятно, что судебные разбирательства в случае нарушения фидуциарной ответственности несоизмеримо сложнее, чем в случае нарушения гражданской ответственности. Введение в законодательство данной страны регулирования отношений доверительного управления определяется не только волей или желанием, но и, например, способностью судебной системы рассматривать такого рода случаи, делать обоснованные суждения и выносить по этим вопросам мотивированные решения. Институт доверительного управления должен не только возникнуть, но и окрепнуть, получить опыт применения и сформировать деловые обычаи и стандарты. Введение его связано со многими трудностями (как, например, вводился институт отношений частной собственности), так как судебная система, да и система права в целом, еще не готовы решать возникающие проблемы доверительного управления на практи-

ке. В России (как и во многих других странах, относящихся к развивающимся рынкам) отношения доверительного управления пока посвящен лишь небольшой раздел Гражданского кодекса, и реальные отношения такого рода, возникающие между управляющей командой и инвесторами ПИФов, регулируются Гражданским кодексом как простые гражданско-правовые отношения. При этом если управляющий фонда приобрел актив, который не может рассматриваться как привлекательный с точки зрения доверителей (инвесторов в паи ПИФа), по определенной рыночной цене, то упрекнуть его пока нет оснований. Конечно, у инвестора есть возможность «проголосовать ногами» и уйти из числа пайщиков ПИФа, но понятно, что это можно сделать лишь два-три раза, так как за это время деньги инвестора, скорее всего, закончатся, и ему будет просто не с чем идти в другой фонд.

На отношениях доверительного управления основывается и существенная часть документов, определяющих правила работы фондов венчурных инвестиций. Практика работы фондов руководствуется именно этими отношениями, построенными на фидуциарной ответственности управляющей компании перед инвесторами-доверителями.

Важным аспектом доверительного управления выступает то, что один или несколько акционеров компании могут выступить «спонсорами» (в трактовке категорий доверительного управления) – т.е. такими акционерами, которые, не получая дополнительных прав по сравнению с другими акционерами, берут на себя дополнительные обязанности и прежде всего по курированию и мониторингу работы управляющей компании и инвестиционного комитета фонда. Как правило, спонсорами становятся инвесторы фонда, которые по тем или иным причинам больше заинтересованы в успешной работе фонда, чем другие акционеры. В качестве таких спонсоров обычно выступают компании,

деятельность которых связана с формированием крупных активов, которыми необходимо управлять как портфелем (страховые компании, пенсионные фонды, банки, крупные промышленные компании и т.п.). Эти компании обращаются к другим инвесторам с предложением инвестировать средства в фонд, который образован спонсором в рамках необходимой работы со своим портфелем активов, и заверяют этих инвесторов, что для них наличие фонда и успеха его работы более важно, чем для других инвесторов.

Конечно, спонсоры не бескорыстно работают больше, чем другие инвесторы, но их вознаграждение построено так, что оно зависит от успеха работы фонда и, как правило, структурировано как часть удерживаемого вознаграждения (*carried interest*).

Наличие в фонде спонсора, как правило, создает для управляющей компании лучшие возможности маркетинга и снижает риски фонда в глазах других инвесторов, что обычно позволяет сформировать фонд большего объема. Однако существуют большие беспонсорские фонды, что чаще всего связано с высокой репутацией управляющей компании, наработанной за длительный срок при управлении несколькими фондами.

Иногда спонсор отказывается от спонсорства, и в этом случае управляющей компании может быть предложено выкупить капиталовложение генерального партнера, которым выступает спонсор. Пример такой сделки в России дал фонд *Baring Vostok*, спонсор которого, банк *ING*, поставил такое условие после кризиса конца 1990-х годов как часть своей собственной программы финансового оздоровления бизнеса. Управляющая компания выкупила долю банка, и с тех пор фонд превратился в беспонсорский, а успех работы на российском рынке и высокая репутация позволяет ему без проблем привлекать инвестиции в существенных объемах.

2.4.2.2. Правила управления портфелем активов

Правила управления портфелем активов были сформулированы еще к середине 1950-х годов и основывались на довольно простых принципах, построенных на поговорке, что «нельзя класть все яйца в одну корзину». Эти правила подразумевают следующее:

- Любые финансовые средства, образовавшиеся на счетах компании в объеме, излишнем для ведения нормальной хозяйственной деятельности, должны трактоваться этой компанией как портфель активов, который требует особого подхода к управлению.
- Существенная часть портфеля (до 60–70%) должна быть размещена в низкорисковые, и соответственно низкодоходные, активы. К таким активам, как правило, могут относиться суверенные облигации, а также корпоративные облигации компаний с высоким рейтингом кредитоспособности, доходность по которым редко превышает 5–6% годовых.
- В портфеле активов в обязательном порядке должна иметься высокорисковая высокодоходная часть, размер которой определяется тем, что ее возможная полная утрата должна покрываться доходом от низкорисковой части (поэтому обычно эта часть не превышает 3–4% от совокупного размера портфеля). Наличие высокорисковой части портфеля – в интересах собственника активов, так как в случае неблагоприятной рыночной конъюнктуры размер активов не снизится, а в случае благоприятной – стоимость портфеля может существенно вырасти. Если управляющий портфелем не формирует такой высокорисковой высокодоходной части, то он может рассматриваться с точки зрения фидуциарной

ответственности как не стремящийся сделать максимум возможного в интересах доверителя.

- Среднерисковая часть активов должна быть такой, чтобы при некатострофическом изменении конъюнктуры на рынке стоимость этой части портфеля не упала.

Следует отметить, что упомянутая высокорисковая часть портфеля как раз и служит основным источником венчурного капитала, но при этом венчурный капитал конкурирует с другими высокодоходными и высокорисковыми направлениями инвестирования активов портфеля, например такими, как рынок Форекс (Forex), акции компаний с развивающихся рынков, торгуемые на публичных рынках, товарные фьючерсы и другие деривативы, вложения в хедж-фонды (hedge funds) и т.п.

Есть и несколько практических рекомендаций, не основанных на какой-то определенной теории, но которым, тем не менее, целесообразно следовать:

- Для определенной части портфеля (низкорисковой, среднерисковой или высокорисковой) инвестиции в конкретный вид активов не должны превышать 5–10% этой части.
- Инвестиции в активы определенной компании не должны превышать 5–10% для каждого конкретного вида активов.
- Инвестиции в активы определенного вида для определенной отрасли не должны превышать 20–30%.

Понятно, что правила управления активами намного богаче, и представленные выше правила и рекомендации существенно упрощены, однако анализ вышеизложенного свидетельствует о том, что область допустимых значений для управления актива-

ми и инвестирования не так велика, хотя и существует достаточно много альтернативных вариантов финансовых решений.

Следует отметить, что упомянутыми правилами и рекомендациями в своей работе руководствуются также фонды венчурных инвестиций (что часто находит отражение в их инвестиционных меморандумах – investment memorandum) – как в части управляющей компании, так и спонсоров фонда, которые редко вкладывают в один фонд больше 10–15% от его объема. Также ими пользуются бизнес-ангелы, которые предпочитают объединяться для инвестирования в пулы, так, чтобы на одного ангела в рамках инвестиций в один проект не приходилось больше 5–10% от инвестированной суммы.

2.4.2.3. Состав инвесторов фондов венчурных инвестиций

В США 70% средств для венчурных инвестиций традиционно поступает из пенсионных фондов, страховых компаний или благотворительных фондов, которые рассчитывают на премию примерно в 4% по отношению к тому, что они могли бы получить от инвестиций в более ликвидные виды активов, например при торговле акциями на бирже.

В Европе из этих же источников и с теми же намерениями осуществляется лишь 30% прямых инвестиций в акционерный капитал. Примерно 40–50% средств поступает от банков, и хотя «стратегические инвестиции» (например, чтобы поддержать выданные кредиты) все еще имеют место, банковские учреждения вынуждены как-то оправдывать направление средств в прямые инвестиции.

Таким образом, активное участие в формировании источников капитала для венчурных фондов принимают государственные и

частные пенсионные фонды, коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, корпорации, государственные и благотворительные фонды и частные лица (Табл. 4).

Табл. 4. Источники формирования венчурных фондов за рубежом в 2003 г. (доля участия в капитале)

Источники венчурного капитала	В США (%)	В Европе (%)
Пенсионные фонды	45,2	26,4
Страховые компании	15,3	14,2
Банки	16,8	27,5
Фонды фондов	5,3	7,8
Частные инвесторы	4,3	7,2
Государственные агентства	3,2	5,6
Благотворительные фонды	1,3	0,3
Академические институты	0,9	1,1
Корпоративные инвесторы	7,7	10,3

В индустрии прямых инвестиций прибыль на вложенный капитал, продемонстрированная фондом, приобрела существенное значение. Стратегия «корми победителей, мори голодом побежденных» – вполне естественное средство для достижения

таких целей. То, что в центр внимания ставится внутренняя норма доходности, с упором на эффективное использование финансовых средств во времени, а не просто на умножение инвестиций, имеет важные последствия для индустрии в целом – как в плане продолжения тех инвестиций, которые соответствуют этим целям, так и в плане их прекращения и использования механизмов перераспределения направлений инвестирования.

2.4.3. Цели управляющих фондами (управляющих компаний)

Если признать, что стремление к «выживанию» – естественный инстинкт (в том числе и среди управляющих фондами), то из предшествующего раздела становится ясным, что прямые инвестиции в акционерный капитал ориентируются прежде всего на прирост стоимости капитала.

Чтобы достичь приемлемой доходности, управляющим фонда нужно обеспечить прирост капитала в пределах своего инвестиционного портфеля. За этими пределами, в зависимости от принятых в конкретном фонде правил распределения доходов, могут лежать цели членов управляющей команды фонда, определяемые как «удерживаемое вознаграждение», т.е. доходы, поступающие самим управляющим фонда, а не инвесторам. При условии, что размер удерживаемого вознаграждения рассчитан тщательно и по справедливости, эти цели могут оказаться очень важными, как для надлежащей мотивации управляющих к внимательному отслеживанию дел компаний своего инвестиционного портфеля в период их роста, так и для сохранения опытной команды.

Теоретически, добиться прироста стоимости капитала в венчурном инвестировании очень просто. Для этого необходимо

«всего лишь» добиваться увеличения коэффициента «отношение цены к доходу» (P/E), характеризующего отношение рыночной цены акции компании к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию за определенный период, и увеличения доходности в течение периода инвестирования (в случае МВО или LBO учитывается также уровень затрат на заемные средства).

По мере того как инвестируемые компании приобретают больше опыта в венчурном инвестировании (а это, увы, так!), величина коэффициента P/E уменьшается. А поскольку в Европе с 1990-х годов действуют ограничения на использование заемного капитала, управляющие фондами все больше стремятся тем или иным способом увеличить капитализацию портфельных компаний, резко увеличив их доходность. Поэтому на практике добиться прироста капитала несколько сложнее, чем в теории, особенно если управляющие фондов пытаются решить свои проблемы только при помощи «умного» финансового инжиниринга.

При выкупе компании менеджментом (МВО) обычно встает вопрос относительно участия менеджеров компании в приросте капитала. Решая, в какой мере менеджеры будут участвовать в акционерном капитале, фонду венчурного капитала нельзя забывать, что на любой стадии развития компании он может оказаться в состоянии конкуренции с другими источниками денежных ресурсов, которые менеджеры могут признать более привлекательными для компании.

Таким образом, не вызывает сомнений, что интересы всех участников венчурного процесса (инвестируемых компаний, инвесторов, управляющих фондами) объединены вокруг понятий прироста капитала и внутренней нормы доходности. Единственное исключение – это случай, когда компания либо

акционеры продают 100% своего бизнеса, ставя при этом перед собой иные цели и решая иные задачи, чем описанные выше.

2.5. Характеристики источников венчурного капитала

2.5.1. Понятия «венчурного» и «невенчурного» капитала

Для начала попробуем провести разграничение между понятиями «венчурного» и «невенчурного» капитала.

Невенчурный капитал:

- Выдача банковских кредитов и приобретение облигаций.
- Торговля акциями или облигациями на бирже.
- Инвестиции в готовую недвижимость.

Венчурный капитал:

- Покупка доли в частной компании, начинающей производство нового продукта или планирующей резкий рост.
- Покупка работающего бизнеса.
- Создание группы партнеров для инвестирования в старт малого бизнеса (в том числе в качестве бизнес-ангела).
- Заем, предоставленный члену семьи для начала нового бизнеса.
- Работа подразделения банка, финансирующего малый бизнес, – возможно.

- Деятельность инвестиционной компании, приобретающей первые выпуски новых акций на публичном рынке или так называемые «мусорные облигации» (junk bonds) – возможно.

Таким образом, венчурной может считаться любая рискованная инвестиция вне зависимости от ее структурирования, когда инвестор в значительной степени вовлечен в бизнес инвестируемой компании как бизнес-партнер, старающийся добавить инвестируемой компании стоимость (в отличие от финансовой компании, предоставляющей займы под высокий процент).

2.5.2. Виды источников венчурного капитала

Компании, выступающие в качестве источников венчурного капитала, могут быть охарактеризованы:

- типом капитала;
- типом собственности и аффилированностью.

По типу капитала можно различать источники, которые используют для инвестирования капитал, заимствованный у других частных источников или у государства (leverage), и источники, которые полностью состоят из акционерного капитала и не используют заемные средства (pure equity или unleveraged).

Использование долгового финансирования для венчурных инвестиций было весьма популярным в США в 1970–1980-е годы в рамках государственных программ по поддержке малого бизнеса и осуществлялось посредством «инвестиционных компаний малого бизнеса» (small business investment companies, SBIC).

Источники венчурного капитала, использующие долговое финансирование, как правило, осуществляют инвестиции в форме займов или конвертируемых долговых обязательств. Чтобы оплачивать пользование заемным капиталом, источники венчурного капитала в форме долговых обязательств, как правило, должны получать текущие процентные доходы. Поэтому компании, заинтересованной в привлечении капитала и не способной обслуживать дополнительный долг, не следует обращаться к источникам, использующим долговое финансирование.

Источники, построенные на акционерном капитале, как правило, также инвестируют в капитал и рассчитывают на возврат, но только в момент выхода из инвестиций.

По типу собственности и аффилированности источники можно подразделить на семейные, за которыми стоит богатый человек или семья, и институциональные (профессиональные) инвестиционные организации.

2.5.2.1. Семейные источники венчурного капитала

Некоторые из источников семейного венчурного капитала выделились из семейного бизнеса и являются «рудиментами» прежних форм организации венчурного бизнеса. Семейные и индивидуальные источники венчурного капитала иногда достигают существенных размеров. Большинство семейных источников венчурного капитала управляются профессиональными менеджерами, которые были наняты семьями.

Часто семейный венчурный капитал заинтересован в контроле над бизнесом, в который он инвестирует. В связи с этим в некоторых случаях не управляемый профессионалами семейный венчурный капитал может стать непростым партнером для

ищущего венчурный капитал предпринимателя и может ограничить возможности роста.

2.5.2.2. Институциональные источники венчурного капитала

Процессы институционализации венчурного бизнеса начались лишь в 1950–1960-х годах. В настоящее время в мире имеется несколько тысяч институциональных источников венчурного капитала. Большинство институциональных источников имеет форму корпораций или партнерств и управляется профессиональными менеджерами.

Предпринимателю стоит потратить достаточное время на анализ деятельности управляющей компании фондов венчурного капитала (*venture capital firm*), чтобы понять, в каких типах инвестиций фонды заинтересованы и какая организационная форма используется. Необходимо также оценить репутацию источника венчурного капитала еще до того, как будет предпринята попытка получения от него средств.

В число институциональных источников венчурного капитала входят:

- Публичные компании.
- Частные компании.
- Компании, связанные с банками.
- Большие корпорации.

Публичные компании. Ряд инвестиционных компаний, работающих в области венчурного капитала, являются публичными, и их акции торгуются на биржах, что является признаком

хорошей репутации. Часть из них инвестируют в форме долга, другие инвестируют в акционерный капитал. Характерным для публичных компаний венчурного капитала является их размер – как правило, их капитализация выше, чем у большинства других фондов. Поэтому, если требуется значительный объем венчурного капитала, есть смысл начать поиски финансирования с публичных компаний.

Частные компании. Большая часть компаний венчурного капитала, в том числе и крупных, являются частными. Основной объем капитала поступает к ним от ограниченного числа инвесторов – пенсионных фондов и страховых компаний, которые размещают часть своих активов, с целью использования для венчурных инвестиций, в партнерствах с ограниченной ответственностью (limited partnerships). Управляющая компания фонда является в таком партнерстве генеральным партнером (general partner – GP), а организации – источники капитала являются партнерами с ограниченной ответственностью (limited partners – LPs).

Иногда частная компания венчурного капитала может частично инвестировать в форме долга (например, из соображений оптимизации налогообложения), но, как правило, она ориентирована на инвестиции именно в акционерный капитал (если этот капитал более 10 млн долл.). Частные компании меньшего размера специализируются на работе с малым бизнесом (упомянутые SBIC) и по-прежнему часто ориентируются на инвестиции в форме долга.

Размер и возраст частной компании венчурного капитала имеют значение при ее оценке инвесторами и компаниями, заинтересованными в инвестициях. Более крупные и зрелые фонды, как правило, известны лучше, и легче оценить, насколько этичным является их бизнес. Однако получить информацию о работе

частных компаний венчурного капитала довольно сложно – управляющие, как правило, не раскрывают внутренние процедуры ее работы.

Компании, связанные с банками. Многие банки создали управляющие компании и фонды для инвестирования в акционерный капитал компаний малого бизнеса. Такого рода компании позволяют банкам обойти ограничения банковского законодательства, которое в большинстве стран не позволяет им владеть долей в капитале малого бизнеса. Крупные банки имеют большие дочерние подразделения, работающие в области венчурного инвестирования.

В большинстве банков кредитный и венчурный бизнес между собой формально не связаны, и организационно они также оформлены отдельно, поэтому, если требуется одновременно осуществить инвестиции в форме капитала и долга, не стоит специально для этого ориентироваться на компании, связанные с банками.

Большие корпорации. Многие большие корпорации США, особенно работающие над большими проектами, которые оплачиваются с использованием авансов, например General Electric (GE), имеют подразделения венчурного капитала или инвестируют в один или несколько фондов венчурного капитала. В последние годы создание компаний венчурного капитала при больших корпорациях было менее распространено, и обычным для них являлось инвестирование через участие в венчурных фондах. При этом большие корпорации, как правило, становятся одним из инвесторов (LPs) наряду с другими инвесторами профессионально управляемых венчурных фондов.

Некоторые предприниматели болезненно относятся к инвестициям в их малый и средний бизнес со стороны больших корпора-

ций, потому что опасаются, что в случае успеха большая корпорация попытается выкупить бизнес в момент, который не будет оптимальным для продажи с точки зрения предпринимателя.

2.6. Структурирование фондов венчурного капитала

Во всем мире при структурировании фондов венчурного капитала возникают примерно одинаковые проблемы в области гражданского права и налогообложения. В актах национальных законодательств обычно трудно отыскать оптимальные решения возникающих проблем. Оптимальное структурирование венчурного фонда зависит от требований к фонду и его сделкам, предъявляемых самими инвесторами и к инвесторам в стране или странах, в которых будет осуществляться инвестирование и из которых будет осуществляться управление фондом.

Структурируя венчурный фонд, управляющая компания либо участник фонда преследуют несколько целей, из которых к основным можно отнести следующие:

- Ограничение ответственности.
- Исключение дополнительного уровня налогообложения.
- Пригодность фонда для любых инвесторов.
- Минимальное налогообложение платы за управление фондом.
- Удерживаемое вознаграждение с минимальным налогообложением.
- Предложение об участии в фонде надлежащим инвесторам.
- Простота управления.

2.6.1. Ограничение ответственности

Инвесторы – партнеры с ограниченной ответственностью (LPs) – захотят гарантий того, что их ответственность за судьбу фонда действительно ограничена их долей в инвестициях в фонд, поскольку в качестве ограниченных партнеров они не будут играть активной роли в управлении инвестициями.

2.6.2. Исключение дополнительного уровня налогообложения

Главное требование заключается в том, чтобы избежать двойной уплаты налогов:

- при получении фондом дивидендов или процентов от портфельной компании или прироста стоимости капитала при выходе из инвестиций;
- при осуществлении инвесторами своих инвестиций в фонд.

По этой причине обычно необходимо, чтобы фонд был прозрачен (о прозрачных и непрозрачных структурах – см. ниже) для налогообложения. Общий принцип звучит так: инвестор, инвестирующий через венчурный фонд, не должен что-то терять по сравнению с инвестором, инвестирующим в тот же самый объект самостоятельно. В некоторых случаях можно ставить и более честолюбивую задачу: инвестор, инвестирующий через фонд, должен в чем-то выигрывать по сравнению с инвестором, инвестирующим самостоятельно.

2.6.3. Пригодность для любых инвесторов

Обычно желательно иметь единую структуру фонда для любых инвесторов из разных стран: освобожденных от налогов пенсионных фондов, а также страховых компаний, банков, производственных или торговых компаний либо частных лиц любой юрисдикции. Это не всегда возможно из-за противоречивых требований в области налогообложения или торговли, но стремиться к этому следует.

В тех случаях, когда иметь один фонд для всех инвесторов нежелательно, можно для инвесторов определенной категории создать промежуточный фонд, который затем будет осуществлять инвестиции в основной фонд; либо можно создать параллельные фонды, которые будут инвестировать вместе с основным фондом.

Инвесторам, затрудняющимся в выборе подходящего фонда, можно предложить осуществлять самостоятельные инвестиции параллельно с определенным фондом – возможно, через ту же управляющую компанию, которая является номинальным держателем акций этого фонда, при условии, что инвесторы не обладают правом распоряжаться этими акциями, а лишь только следуют в своих действиях за фондом.

2.6.4. Минимальное налогообложение платы за управление фондом

Если возможно, плата за управление фондом должна быть структурирована так, чтобы минимизировать воздействие на фонд невозмещаемого налога на добавленную стоимость (НДС). Помимо этого, ни фонд, ни инвесторы не должны платить налогов с тех сумм от дохода и прироста капитала фонда, которые идут на оплату управления фондом.

2.6.5. Удерживаемое вознаграждение с минимальным налогообложением

Удерживаемое вознаграждение (carried interest) обычно рассматривается как доля участия в фонде, хотя его вполне можно рассматривать как премию за управление фондом.

С одной стороны, фонд должен отрегулировать налогообложение самого фонда, с тем чтобы:

- не платить невозмещаемого НДС на суммы, уплаченные за управление фондом;
- прибыль, заработанная фондом и направляемая на удерживаемое вознаграждение, не облагалась налогами до распределения среди управляющих, т.е. в то время, когда она будет еще у фонда или у инвесторов.

С другой стороны, фонд также должен минимизировать налогообложение управляющих как частных лиц или управляющей компании, которые получают вознаграждение за управление фондом. Этого легче всего достичь, если рассматривать удерживаемое вознаграждение как долю участия в фонде.

2.6.6. Предложение об участии в фонде надлежащим инвесторам

Во многих странах приняты законы о маркетинге, которые – в том же русле, как, например, «Закон о финансовых услугах» Великобритании или законы о ценных бумагах США – ограничивают возможность предложений принять участие в фондах, в зависимости от организационно-правовой формы фонда и от того, каких инвесторов фонд стремится привлечь.

Поскольку ограничения по этим параметрам могут быть различными, необходимо выбирать такую организационно-правовую форму фонда, которая позволяет целенаправленно предлагать участие в нем конкретным инвесторам. Это особенно важно в случаях, когда предложения об участии в фонде предполагается направлять индивидуальным лицам.

2.6.7. Простота в управлении

Организационно-правовая форма должна быть проста для управления, но в той степени, в какой это совместимо с ранее рассмотренными целями. Если они окажутся несовместимыми, то придется взвесить, что выгоднее: иметь организационно-правовую форму, которая проста для управления, или же такую, которая удовлетворяет всем поставленным целям.

Например, часто используются организационно-правовые формы фондов, предусмотренные законодательством стран с пониженным либо отсутствующим (для фондов) налогообложением; это приводит к необходимости устраивать выездные заседания по проблемам фонда за пределами страны, в которой управляющие фонда ведут свой бизнес, а также к необходимости подписывать документы за рубежом.

2.7. Виды фондов

Помимо правовых и налоговых ограничений существуют ограничения чисто коммерческого плана, которые требуют, чтобы фонд был структурирован соответствующим образом. С этой точки зрения среди фондов можно выделить следующие виды:

- Самоликвидирующийся фонд.
- Вечнозеленый фонд.

- Соглашения по клубному или параллельному инвестированию.
- Фонды без права распоряжения.
- Фонды для индивидуальных инвесторов.
- Фонд или холдинговая компания.

2.7.1. Самоликвидирующийся фонд

Наиболее типичной коммерческой структурой фонда венчурного капитала является создаваемый на определенный срок самоликвидирующийся фонд (self-liquidating fund), который часто образуется в организационно-правовой форме партнерства с ограниченной ответственностью. В рамках этой структуры несколько инвесторов, которыми обычно являются юридические лица, обязуются в течение срока, на который создается фонд, внести на счет фонда определенное количество денежных средств, а управляющая компания обязуется управлять этими средствами.

Сбор денежных средств пропорционально обязательствам (commitments) осуществляется периодически, по мере того как в них возникает необходимость для осуществления конкретных инвестиций, оплаты издержек и расходов по управлению фондом, причем обычно, помимо упомянутых обязательств, выплачивается очень мало средств. Такой периодический сбор денежных средств осуществляется в соответствии с «заявкой на перевод средств в фонд» (capital call), обычно выставляемой за 10 дней до момента, когда средства должны быть на счете фонда.

Средства инвестируются сразу же после того, как они поступили в фонд. После продажи долей в компаниях, в которые были

сделаны инвестиции, или после получения процентов либо дивидендов от этих портфельных компаний, полученные средства также распределяются среди инвесторов, и по возможности без задержек. В итоге фонд самоликвидируется сразу же после продажи осуществленных инвестиций.

Выручка от продаж долей в компаниях на протяжении большей части периода работы фонда (обычно больше половины срока его деятельности) не реинвестируется. Вместо этого управляющая компания, видя, что значительная часть существующего фонда уже инвестирована, как правило, организует подписку на новый фонд; обычно это происходит каждые два или три года. Такой самоликвидирующийся фонд, как правило, создается на десять лет, в течение которых управляющая компания фонда должна продать все доли в компаниях, в которые были сделаны инвестиции.

2.7.2. Вечнозеленый фонд

В отличие от самоликвидирующихся фондов, некоторые фонды не распределяют дивиденды и доходы от реализации инвестиций инвесторам, а реинвестируют эти средства в новые проекты. Такие фонды получили название «вечнозеленых» (evergreen funds). Этот процесс может длиться довольно продолжительное время или до какой-то заранее согласованной даты ликвидации. Иногда в документах о регистрации фонда оговаривается, что через определенное число лет членам фонда будет предложено принять решение о его ликвидации.

Хотя эта форма избавляет управляющую компанию от необходимости создавать новый фонд каждые два-три года, ее использование также означает, что инвесторы не смогут сами реинвестировать средства от продажи инвестиций, осуществ-

ленных фондом. Свои инвестиции в фонд инвесторы смогут реализовать, только продав целиком свою долю в фонде, либо дождавшись даты его ликвидации.

По этой причине многие из таких фондов котируются на фондовой бирже. При этом может возникнуть проблема: акции инвестиционного фонда нередко котируются на бирже с дисконтом относительно чистых активов фонда. С другой стороны, для некоторых инвесторов такое котирование очень важно, если им, в соответствии с уставными документами, необходимо оценивать стоимость своих сделанных в фонд инвестиций. В некоторых странах, где закон требует, чтобы страховые компании, пенсионные фонды и иные структуры осуществляли только «платежеспособные слияния», приходится оценивать собственные активы для установления своей платежеспособности. В США и Великобритании обычно фондам нет необходимости с этой целью котироваться на фондовом рынке.

2.7.3. Соглашения по клубному или параллельному инвестированию

Некоторые структуры вообще не имеют организационно-правовой формы фонда, выступая в виде инвестиционных клубов или же серий параллельных соглашений между инвесторами и управляющей компанией одного из фондов. Согласно таким соглашениям, управляющая компания обязуется осуществить инвестиции от лица инвестора непосредственно в оговоренные компании.

Конечно, этот путь имеет преимущество в плане простоты документации для инвесторов, но, поскольку при этом фонда как такового нет, управляющей компании оказывается труднее контролировать активы, к тому же непросто управлять процессом при наличии большого числа инвесторов.

2.7.4. Фонды без права распоряжения

Во всех предыдущих случаях предполагается, что управляющая компания обладает правом распоряжения при управлении фондом. В некоторых случаях, особенно связанных с соглашениями о параллельном инвестировании, правом распоряжения в отношении инвестиций обладают сами инвесторы фонда.

2.7.5. Фонды для индивидуальных инвесторов

При структурировании инвестиционного фонда для индивидуальных инвесторов иногда требуется решать дополнительные вопросы правового регулирования и налогообложения. При этом нередко такие фонды приходится регистрировать в организационно-правовой форме компании, котируемой на фондовом рынке.

2.7.6. Фонд или холдинговая компания

В ряде случаев встает вопрос: предназначен ли фонд для того, чтобы инвестировать с последующим выходом из инвестиций – с тем, чтобы прирост стоимости капитала после продажи инвестиций мог использоваться в индивидуальном порядке – или же фонд создается для того, чтобы в итоге возникла холдинговая компания, которая не станет осуществлять выход из инвестиций или даже реализует себя через IPO.

В некоторых случаях управляющая компания может предпочесть сохранение свободы выбора: продавать отдельные инвестиции или же не осуществлять из них выхода и за счет

этих инвестиций увеличить стоимость акционерного капитала самого фонда уже как холдинговой компании.

2.8. Прозрачность структуры фондов

Обычно под фондом понимается общий пул денежных средств, управляемый самостоятельной управляющей компанией, при этом собственниками управляющей компании выступают либо финансовое учреждение, либо ее руководители. Фонд принадлежит инвесторам (партнерам с ограниченной ответственностью – LPs), которые владеют акциями, долями или паями фонда, в зависимости от его структуры. Фонд инвестирует мобилизованные от инвесторов средства в портфельные компании. Для управляющей компании или ее должностных лиц обычно устанавливается определенное удерживаемое вознаграждение, которое часто рассматривается как участие в капитале фонда.

Главная проблема, которую приходится решать при структурировании фондов венчурного капитала, заключается в том, чтобы избежать возникновения дополнительного уровня (т.е. «двойного») налогообложения. Если инвесторы просто вкладывают свои средства в инвестиционную (финансовую) компанию, которая в свою очередь осуществляет инвестиции в определенные портфельные компании, то налогообложение происходит на двух уровнях: вначале налогами облагаются доходы, полученные от продажи этой финансовой компанией своих инвестиций в портфельных компаниях, а затем – еще и при распределении полученных доходов между своими инвесторами либо при продаже инвесторами своих долей участия в финансовой компании.

Кроме того, под большинством юрисдикций распределение выручки от продажи отдельных инвестиций в течение срока существования фонда рассматривается как выплата дивидендов, а не как частичная продажа капитала. Тем самым прирост капитала, который возникает при выгодной продаже инвестиций, трансформируется в текущий доход и также облагается налогом.

Хотя существуют некоторые инвесторы (например, компании континентальной Европы), для которых такой подход может оказаться преимуществом, общий принцип структурирования фонда венчурного капитала заключается в том, что интересам инвесторов лучше всего будет служить структура, которая обеспечит инвестирующим через инвестиционный фонд по крайней мере такие же условия, как если бы они инвестировали в какую-либо компанию непосредственно. Как уже говорилось выше, некоторым структурам удастся добиться, чтобы инвестирование через фонд было даже более выгодным, чем самостоятельное инвестирование в определенную компанию, однако эти структуры не получили широкого распространения.

В некоторых странах Центральной и Восточной Европы налогом на прирост капитала облагаются доходы от продажи акций нерезидентами, что является еще одним серьезным налоговым ограничением при структурировании фондов венчурного капитала. Этот налог обычно не платится в тех случаях, когда инвестор-нерезидент является резидентом страны, имеющей соглашение об избежании двойного налогообложения со страной, в которую осуществляются инвестиции. Поэтому в случае с непрозрачными структурами очень важно, чтобы страна, в которой зарегистрирована такая структура, имела такое соглашение.

Однако конкретная страна может, хотя и сравнительно редко, иметь одновременно низкий уровень налогообложения и договор об избежании двойного налогообложения. В случае с прозрачной структурой важно, чтобы в стране, в которой осуществляются инвестиции, признавалась прозрачность такого рода структуры, а также, чтобы каждый из инвесторов жил в стране, которая имеет с этой страной договор об избежании двойного налогообложения.

Наконец, обычно предпочтительнее вести дела фонда так, чтобы не регистрировать постоянного представительства (permanent residence) в стране, в которую поступают инвестиции, ибо в этом случае велика вероятность того, что налоги придется платить именно там.

Избежать двойного налогообложения позволяют два типа структур:

- Освобожденные (или непрозрачные) структуры.
- Прозрачные структуры.

2.8.1. Освобожденные (или непрозрачные) структуры

В освобожденной (непрозрачной) структуре доходы, получаемые фондом, не облагаются налогами – вопросы налогообложения возникают лишь при распределении доходов среди инвесторов.

Это обычно предполагает использование для регистрации фонда оффшорных компаний либо компаний, зарегистрированных в стране, где действует специально оговоренное освобождение от обложения налогами прироста капитала и, возможно,

дохода (например, для голландских закрытых обществ с ограниченной ответственностью (BV), участники которых пользуются определенными льготами, британских инвестиционных трастов или французских обществ рискованных инвестиций (SCR)).

При этом могут возникнуть следующие проблемы:

- Если фонд зарегистрирован в оффшоре, то мала вероятность существования договора об избежании двойного налогообложения между оффшорной страной, в которой фонд зарегистрирован, и страной, в которой зарегистрирована потенциальная инвестируемая компания (либо страной, резидентами которой являются инвесторы). Таким образом, могут появиться значительные налоговые расходы в следующих случаях: страна, в которой зарегистрирована инвестируемая компания, облагает инвесторов-нерезидентов налогом на прирост капитала (при этом отсутствует договор об избежании двойного налогообложения с оффшором); в стране установлены высокие налоги на доход или на прирост капитала (которые в обычных условиях можно было бы снизить применением договора об избежании двойного налогообложения).
- Даже когда фонд зарегистрирован в оффшорной стране, с которой есть договор об избежании двойного налогообложения, часто в этой же стране действует налог на проценты (дивиденды), распределяемые среди инвесторов.
- Распределение средств среди инвесторов в течение срока существования фонда или даже по окончании этого срока может облагаться налогом как прибыль, а не как прирост капитала, что для некоторых инвесторов может быть неприемлемо.

- В стране, резидентом которой является инвестор, может действовать законодательство, сходное по действию с законодательством США относительно «пассивных зарубежных инвестиционных компаний» или британского законодательства об оффшорных фондах, что может иметь неблагоприятные налоговые последствия.

2.8.2. Прозрачные структуры

В прозрачных структурах (transparent structures), таких как партнерство с ограниченной ответственностью (далее – ограниченное партнерство), инвесторы должны платить налог на проданные фондом инвестиции как на свою долю в доходе, независимо от того, распределен ли этот доход между ними или еще нет.

Полностью прозрачная для налогообложения структура фонда устанавливает такое отношение к каждому инвестору, как будто бы он сам инвестировал свою долю в каждую из портфельных компаний и как будто бы все доходы и прибыль от каждой портфельной компании, определенные фондом как его доля, были им получены непосредственно от конкретной компании. Это позволяет избежать двойного налогообложения, одновременно оставляя инвестору возможность воспользоваться договором об избежании двойного налогообложения между страной, резидентом которой он является, и страной, где зарегистрирована инвестируемая компания.

Приходится определять в отношении каждой конкретной страны, признается ли в ней прозрачность той или иной структуры, а это не так просто. Например, в Польше, Чехии и Словакии, насколько можно судить, признается прозрачность иностранного ограниченного партнерства. Однако в Венгрии к

иностранному ограниченному партнерству могут относиться как к иностранной компании, а это увеличивает потенциальное налогообложение прироста капитала для резидентов Венгрии при перечислении им доходов от инвестиций. По этой причине может оказаться предпочтительнее инвестировать в Венгрию через ограниченное партнерство, зарегистрированное в стране, имеющей налоговый договор с Венгрией, либо через специально созданный филиал, зарегистрированный в оффшорной стране, имеющей много договоров об избежании двойного налогообложения (например, на Кипре).

Даже там, где прозрачность признается, нужно позаботиться о том, чтобы само существование фонда не стало причиной отнесения инвесторов к числу ведущих свой бизнес за рубежом через постоянную структуру, в связи с чем они могут оказаться обязанными платить более высокие налоги, чем в своей стране.

2.9. Возможности избежания двойного налогообложения

Поскольку в ряде стран налогом на прирост капитала облагаются все продажи нерезидентов (причем освободиться от уплаты этого налога можно только в том случае, когда нерезидент зарегистрирован в стране, имеющей с данной страной договор об избежании двойного налогообложения), необходимо выбирать такую страну, в которой предусмотрены низкие налоги и существует развитая сеть международных договоров по избежанию двойного налогообложения. Конечно, такое сочетание встречается довольно редко, но среди возможных подходящих мест для регистрации можно назвать Голландию или Кипр, или можно воспользоваться такой введенной в венгерское законодательство организационно-правовой формой, как «венгерская оффшорная компания».

Здесь есть некоторая сложность, которая заключается в том, что использование организационно-правовой формы компании может превратить прирост капитала в доход, а в Голландии использование такой организационно-правовой формы может привести к высоким налогам на распределение прибыли среди нерезидентов (которые снижаются лишь в случаях возможности применения законодательства об избежании двойного налогообложения).

Ни регистрация на Кипре, ни использование формы венгерской оффшорной компании не обеспечивают полного освобождения от налогообложения, которое в обоих случаях будет на уровне 4–5%. Тем не менее такая прозрачная структура, как ограниченное партнерство, обеспечивает возможность претендовать на льготы от действия договора об избежании двойного налогообложения между страной инвестора и Россией (если инвестиции осуществляются в России), и при этом сохраняется отношение к доходам от продажи инвестиций как к приросту капитала, а не как к прибыли.

2.10. Типичные организационно-правовые формы, используемые в развивающихся странах

2.10.1. Резидентная структура

Независимо от того, будет ли использована организационно-правовая форма прозрачной или непрозрачной структуры, очень важно, чтобы фонд не действовал в стране, в которой он осуществляет инвестиции, через резидентную структуру, если наличие резидентной структуры в стране инвестирования может привести к такому налогообложению, которое нельзя будет

уменьшить с помощью договора об избежании двойного налогообложения.

В таких случаях управлять фондом необходимо извне – из юрисдикций, где наличие резидентной структуры не повлечет за собой неблагоприятного налогообложения. Такими юрисдикциями могут быть не только острова Ла-Манша (например, о. Мэн или о. Джерси) и Кипр, но также Великобритания или Голландия.

В этих условиях команда управляющих, действующая, к примеру, в одной из стран СНГ, будет только консультировать зарубежную управляющую компанию, а решения об инвестировании и реализации инвестиций (divestment) будут приниматься в стране, резидентом которой является управляющая компания. Также во многих случаях в этой стране будут подписываться соглашения об инвестировании и продаже долей в портфельных компаниях.

2.10.2. Прозрачные структуры

2.10.2.1. Ограниченное партнерство

Главная прозрачная структура – это ограниченное партнерство, которое может быть создано по законам Великобритании, некоторых островов Ла-Манша, штата Делавэр США и различных оффшорных зон наподобие Каймановых или Бермудских островов. Это чрезвычайно гибкая организационно-правовая форма, особенно подходящая для создания фондов с ограниченным сроком существования.

Следует иметь в виду, что фонд в форме ограниченного партнерства в некоторых странах не признается прозрачным для

налогообложения и не может (по крайней мере, без значительных проблем) котироваться на фондовом рынке.

2.10.3. Непрозрачные структуры

2.10.3.1. Британский инвестиционный траст

Это инвестиционная компания, зарегистрированная в Великобритании, акции которой котируются на бирже. Она пользуется освобождением от британского налога на прирост капитала при условии соблюдения определенных требований к компаниям такого рода.

2.10.3.2. Компании Джерси

К этой категории относятся компании многих других оффшорных зон. Такие компании могут котироваться на фондовой бирже. Главная проблема – такие компании не дают возможности пользоваться договорами об избежании двойного налогообложения. Поэтому при инвестировании в странах Восточной Европы и СНГ, если нужно избежать местного налогообложения, то таким компаниям приходится действовать через посредников.

2.10.3.3. Компании Кипра

Кипр – страна, где действуют низкие налоги и одновременно можно воспользоваться преимуществами множества договоров об избежании двойного налогообложения, заключенных этой страной.

2.10.3.4. Голландские BV

Голландские закрытые общества с ограниченной ответственностью (компании BV) позволяют пользоваться следующей льготой: компания не платит налогов в Голландии, если владеет более чем 5%-ным пакетом акций инвестируемой компании. Однако в случае распределения доходов инвесторам вне Голландии налог взимается. Распределение доходов (даже при ликвидации) рассматривается как прибыль, а не прирост капитала.

2.10.3.5. Прочие

Основные непрозрачные структуры описаны выше, однако организационно-правовые формы, существующие на Мальте, Мадейре или в Люксембурге, также могут представлять интерес.

2.10.4. Инвесторы США

Значительная часть инвестиционных фондов в развивающихся странах нацелена на инвесторов из США, многие из которых освобождены от уплаты налогов. Такие американские инвесторы должны удовлетворять целому ряду условий, описанных ниже.

2.10.4.1. Партнерство

Если инвестирование осуществляется через партнерство, очень важно, чтобы оно квалифицировалось именно как партнерство для целей налогообложения США. Удовлетворять этим требованиям становится все легче, и в целом требуется лишь чтобы генеральный партнер имел долю участия в фонде в размере примерно 1% от размера фонда, хотя иногда бывает необходимо произвести дополнительные проверки на соответствие и некоторым другим требованиям.

2.10.4.2. Закон о пенсионном страховании доходов служащих

В тех случаях, когда пенсионные фонды США участвуют в фонде, в котором доля пенсионных фондов (включая зарубежные) составляет более 25%, фонд должен удовлетворять требованиям, предъявляемым к «компаниям, управляющей венчурным капиталом». Для этого фонд должен иметь права управления не менее чем в 50% (по цене приобретения) своих инвестиций. Если у фонда есть право назначить директора в совет директоров инвестируемой компании, то этого может быть достаточно. Есть и иные права, которые также могут составить необходимый объем прав управления для этих целей.

2.10.4.3. Налогооблагаемый доход от неосновной деятельности

Освобожденные от налогов инвесторы США заботятся о том, чтобы фонд не имел налогооблагаемого дохода от своей неосновной деятельности (unrelated business taxable income, УВТИ). Однако если фонд прямо получает доход от купли-продажи, а не только доход от инвестиций, то это может рассматриваться как УВТИ. Другой (хотя и не очевидный) путь появления УВТИ: если фонд инвестирует заемные средства, то при определенных обстоятельствах проценты, дивиденды и доход от таких инвестиций могут рассматриваться как УВТИ.

2.10.4.4. Закон об инвестиционных компаниях

В отношении как инвесторов из США, так и прочих участников фонда потребуются детальное раскрытие информации.

2.10.4.5. Контролируемая иностранная корпорация

Если доля участников фонда из США составляет более 50%, то такой фонд может рассматриваться как контролируемая иностранная корпорация (controlled foreign corporation, CFC). В случае, когда такой фонд имеет контрольный пакет акций инвестируемой компании, последняя также рассматривается как CFC, в связи с чем для инвесторов из США появляется необходимость соблюдать определенные регистрационные и налоговые требования.

2.11. Типичные сроки и условия работы фонда

2.11.1. Сроки

Обычный срок существования фонда – десять лет с возможностью продления этого срока еще на два-три года (на продление срока чаще всего требуется согласие 75% от общего числа инвесторов).

2.11.2. Расходы по управлению фондом

Обычно эти расходы составляют в год до 2,5% от размера средств фонда под управлением (при работе фонда на развивающихся рынках может быть и больше). Иногда расходы по управлению фондом могут индексироваться (привязываться к тому или иному экономическому показателю). В больших фондах расходы по управлению могут составлять 1,5–2%.

Размер расходов по управлению фондом в 1,5–3% от объема средств под управлением не является чрезмерным и обычно для

фонда размером около 300 млн долларов США соответствует 12–16 инвестиционным специалистам (включая управляющих) плюс 5–6 человек вспомогательного персонала (секретари, бухгалтер, шоферы и т.п.), занимающих офис класса «А» площадью 300–400 кв. м. Эти расходы покрывают также налоги, которые платит управляющая компания, затраты на оборудование и услуги (компьютеры и телекоммуникационное оборудование, содержание офиса, доступ к базам данных, связь, поездки и т.п.), аутсорсинг профессиональных услуг для нужд самой управляющей компании (например, аудит управляющей компании и юридическая поддержка), а также финансовую, юридическую и техническую экспертизу рассматриваемых и осуществленных инвестиций. Если управляющая компания фонда курируется спонсором, то неиспользованная часть платы за управление поступает этому спонсору, который тем самым получает мотивацию оптимизировать данные расходы.

Иногда фонды назначают определенный период действия обязательств инвесторов по уплате вознаграждения управляющим фондом, по истечении которого процент на расходы по управлению фондом уменьшается, и этот процент применяется к сумме, собранной к концу периода (возможно, плюс резерв для продолжающихся инвестиций). Кроме того, часто оговаривается, что расходы по управлению уменьшаются пропорционально стоимости инвестиций, которые уже проданы и выручка от которых распределена.

2.11.3. Сбор и распределение денежных средств

Как уже говорилось выше, подавляющая часть фондов, как правило, осуществляет сбор средств по мере необходимости, когда имеется объект для инвестирования, с использованием

заявок на перевод средств в фонд. Некоторые фонды, в которых установлен период действия таких обязательств, допускают сбор средств, допустим, только в течение первых пяти лет их существования. После этого срока управляющие могут объявлять сбор только определенной части средств, например, 25% от первоначальных обязательств, причем только для продолжающихся инвестиций.

Большинство фондов предусматривают по возможности максимально быстрое распределение всех доходов в виде дивидендов или процентов от прироста капитала, как только они поступают в фонд, хотя иногда эти доходы распределяются только один или два раза в год. В организационно-правовой форме партнерства с ограниченной ответственностью партнеры обязаны платить налог на свой доход и прирост капитала так, как будто бы они их получили в момент, когда этот доход и прирост поступили на счет фонда.

Такой подход к сбору и распределению средств фондом вызван несколькими причинами. Во-первых, в связи с краткостью пребывания временно свободных средств в фонде не возникает необходимости и ответственности управляющей команды за управление ими как портфелем активов и, следовательно, не возникает опасности низкой доходности вложений в низкорисковые активы. Во-вторых, с учетом того, что управление активами и инвестирование требуют специалистов различного профиля, у управляющей компании фонда возникает возможность сэкономить причитающуюся ей плату за управление, отказавшись от услуг специалистов по управлению активами. Это позволяет управляющей компании платить специалистам по инвестированию больше и, соответственно, привлечь более квалифицированные кадры. В России вначале законодательство о ПИФах предусматривало перечисление средств сразу в полном объеме, и поэтому наряду с задачей инвестирования у

ПИФов возникала задача управления портфелем активов, что при малом объеме первых венчурных фондов (например региональных, создаваемых МЭРТ в середине первого десятилетия 2000-х годов) приводило к невозможности привлечения в ПИФы высококвалифицированных специалистов, так как платы за управление не хватало для выплаты адекватной заработной платы. В последующем законодательство о ПИФах было изменено, и появилась возможность сбора средств ПИФами с использованием заявок на перевод средств.

Во многих фондах существуют «подписные» или «переходные» инвестиции: если инвестиция будет продана в течение шести месяцев после ее осуществления, то вырученные средства можно не распределять среди инвесторов, а реинвестировать. Возможно и следующее: вырученные средства распределяются, но остаются доступными для отзыва фондом.

2.11.4. Управляющая компания/ генеральный партнер

При создании многих фондов предусматривается, что инвесторы большинством в 75% голосов могут в любое время сменить управляющую компанию или генерального партнера. Правда, если это делается без веской причины (т.е. не установлены случаи явных упущений в работе, небрежного выполнения своих служебных обязанностей или неисполнения обязательств), то должна быть выплачена компенсация в размере оплаты за управление фондом за два года. В некоторых фондах инвесторам обеспечивается право ликвидации фонда большинством в 75% голосов, если из управляющей компании или компании генерального партнера уволились ключевые сотрудники.

Следует иметь в виду, что в любом случае вопрос о смене управляющей компании или генерального партнера возникает только в чрезвычайных обстоятельствах и, как правило, свидетельствует о том, что в работе фонда что-то пошло не так. При этом смена управляющего или генерального партнера фонда неизбежно затронет их репутацию и испортит их «послужной список» (track record), что затруднит для них в будущем маркетинг новых фондов, а также пострадает репутация и послужной список ключевых сотрудников управляющей компании, что осложнит для них трудоустройство.

2.11.5. Организационные и иные расходы

В большинстве фондов допускается, что фонд может нести организационные расходы, скажем, в объеме до 1% от объема фонда, еще до момента начала операций. Во многих случаях предусматривается, что расходы по привлечению в фонд инвесторов (ограниченных партнеров) фонд нести не должен. Многие инвесторы в ряде стран, особенно в США, не считают справедливым, что инвесторам приходится оплачивать, даже частично, подобные расходы. В то же время некоторые текущие расходы на деятельность фонда покрываются за счет самого фонда, а не управляющей компании, т.е. не оплачиваются из ее вознаграждения. В них могут быть включены расходы на аудит фонда и покрытие затрат на работу любого из комитетов, созданных инвесторами. Например, инвестиционного комитета, наблюдательного совета, попечительского совета и т.п.

Многие инвесторы все чаще настаивают на том, что все прочие расходы необходимо исключить из расходов по управлению фондом, хотя позиция инвесторов в значительной мере зависит от типа самого фонда (к примеру, инвесторы малых восточно-европейских фондов с небольшим капиталом реже выдвигают

такие требования, чем инвесторы больших фондов выкупов – LBO или MBO).

Обычно принято, что расходы фонда на осуществление инвестиций покрывает портфельная компания за счет внесенных в нее средств, а в случае если инвестиция не состоялась – за счет собственных средств. Возникает вопрос: все ли расходы, не покрываемые портфельной компанией, должен оплачивать фонд или это должна делать управляющая компания фонда из сумм, предназначенных на оплату управления фондом? Точно так же не ясно, кто должен покрывать расходы по неудачным инвестициям. Многие инвесторы считают, что такие расходы должна покрывать сама управляющая компания, хотя другие возражают против этого, ибо в этом случае управляющая компания станет чересчур осторожной.

Все эти вопросы, однозначных ответов на которые еще не найдено ни в США, ни в Западной Европе, могут стать актуальными для России только в случае бума прямых инвестиций (чего пока не наблюдается). Обычной практикой является то, что затраты по осуществленным инвестициям относятся на их себестоимость, а затраты по инвестициям, которые не состоялись, покрываются за счет управляющей компании фонда.

Такие же проблемы возникают и относительно вознаграждений, выплачиваемых директорам – членам совета директоров портфельных компаний фонда, которые являются сотрудниками управляющей компании фонда; относительно оплачиваемых компаниями комиссионных за размещение ценных бумаг; покрываемой инвестируемыми компаниями или третьими лицами стоимости синдикации (или синдицирования, syndication) кредита; а также оплачиваемых инвестируемыми компаниями компенсаций за расторгнутые сделки.

Разные фонды по-разному решают, какие из выплат идут непосредственно управляющим фонда, а какие – фонду, хотя инвесторы все больше требуют, чтобы все такие выплаты получал фонд, за исключением, пожалуй, вознаграждений директорам, выплат за синдикацию (в той мере, в какой синдикация позволяет привлечь новых инвесторов) и выплат за расторгнутые сделки (в той мере, в которой эти выплаты соответствуют уплаченным управляющей компанией компенсациям за неудачные инвестиции).

Здесь также нужно принимать во внимание экономическое положение управляющей компании, и в небольших фондах с высоким уровнем издержек целесообразнее оставлять все такие выплаты управляющей компании (в противоположность ситуации с большими фондами выкупов – LBO или MBO).

2.12. Удерживаемое вознаграждение

В большинстве фондов предусмотрены выплаты удерживаемого вознаграждения, которые составляют обычно до 20% от чистых доходов фонда.

В некоторых ситуациях, особенно если вновь сформированная управляющая компания фонда не имеет опыта управления фондом, удерживаемое вознаграждение может быть на 3–5% выше. Так как в этом случае речь, как правило, идет о небольших фондах (до 100–150 млн долл.), управляющие просят у инвесторов дополнительного объема удерживаемого вознаграждения для компенсации своего добровольного отказа от принятого в среднем размера текущего вознаграждения управляющих, вызванного готовностью не повышать уровень платы за управление фондом выше принятых 2,5% от объема средств в управлении.

В большинстве случаев удерживаемое вознаграждение определяется на основе принципа «фонд как целое», и поэтому оно рассчитывается только после того, как инвесторам вернули все их инвестиции в фонд, плюс, если это предусмотрено в фонде, договорной минимальный процент возврата на вложенные инвестором в фонд средства («планка» – hurdle).

Иногда удерживаемое вознаграждение рассчитывается по каждой сделке, с тем чтобы выплачивать его в случаях, когда норма прибыли превышает «планку». Однако выплаты удерживаемого вознаграждения по каждой сделке часто требуют оценки стоимости еще не проданных инвестиций с привлечением независимого оценщика, причем такое вознаграждение может быть выплачено, только если стоимость инвестиции на основе этой оценки не будет ниже ее себестоимости.

В других случаях удерживаемое вознаграждение депонируется у третьего лица до тех пор, пока не прояснятся результаты работы по фонду в целом: в этом случае часто оказывается, что принцип «фонд как целое» позволяет минимизировать налогообложение.

Обычно удерживаемое вознаграждение выплачивается после преодоления «планки» примерно в 10%, т.е. оно начисляется лишь после того, как инвесторы получили 10% прибыли на свои инвестиции. Существует много разных типов такой «планки». Некоторые фонды предусматривают ступенчатое удерживаемое вознаграждение, величина которого зависит от внутренней нормы доходности (ВНД). Так, например, при ВНД, равной 10%, удерживаемое вознаграждение может быть установлено в 15%, а при ВНД 15% удерживаемое вознаграждение составит 20%.

Во многих случаях понятие «планки» связывают с правом получателей удерживаемого вознаграждения как бы «дого-

нять»: вначале вырученные от инвестиций суммы распределяются среди инвесторов, пока они не вернут свои инвестиции, плюс получают hurdle. Затем все вырученные суммы поступают к обладателям права на получение удерживаемого вознаграждения, пока они не «догонят» инвесторов по уровню hurdle: к концу этого периода они получают 20% всех сумм, распределяемых сверх возврата первоначальных инвестиций инвесторам. После этого вся выручка от продаж делится в пропорции 80:20.

Многие инвесторы настаивают на том, чтобы по крайней мере 50% (а иногда – 75%) удерживаемого вознаграждения находилось в руках конкретных членов команды менеджеров фонда, а не у управляющей компании или контролирующей ее группы.

Обычно члены управляющей компании фонда устанавливают между собой правила на случай увольнения или найма членов управляющей команды. Каждый увольняющийся член команды должен отказаться от части своего удерживаемого вознаграждения в зависимости от обстоятельств (например, уходит человек при хорошем к нему отношении или нет; долго ли он проработал в команде, и т.д.). Этим обеспечивается доступ к удерживаемому вознаграждению для каждого нового члена команды. Все чаще встречаются оговорки об уменьшении или изменении порядка выплаты удерживаемого вознаграждения в случае смены управляющей компании или генерального партнера. Инвесторы обычно не имеют отношения к договоренностям такого рода.

При назначении удерживаемого вознаграждения применяется методика постепенного перехода права на вознаграждение к конкретному управляющему фондом. Например, при присоединении к команде управляющей компании фонда управляющий получает право на 25% от потенциального удерживаемого вознаграждения; еще 40–45% удерживаемого вознаграждения

распределяются равными долями на 7–8 лет работы фонда. Право еще на 20–25% от вознаграждения переходит управляющему в последний год работы в фонде (чтобы мотивировать управляющего проработать в фонде в течение всего срока его существования). В контракте с управляющим часто фиксируется срок (обычно не меньше 4–5 лет), после наступления которого он сохраняет заработанные права на вознаграждение даже в случае ухода из управляющей компании.

Как уже говорилось выше, при наличии у фонда спонсора, он может получать существенную часть удерживаемого вознаграждения.

В Великобритании для целей налогообложения целесообразно переводить инвесторам все суммы, поступающие от продажи инвестиций, до момента начала выплат удерживаемого вознаграждения. В противном случае получатели вознаграждения будут вынуждены платить налоги с поступивших сумм даже при наличии ограничения на распределение этих сумм, до того как удерживаемое вознаграждение начислено. В результате придется в момент, когда удерживаемое вознаграждение можно будет выплачивать, пересматривать правильность всех сделанных ранее начислений.

2.13. Формы и типичные сроки и условия деятельности венчурных фондов в России

В России пока существует фактически единственная организационная форма для фондов венчурного капитала – Закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ), которая при введении в практику не предусматривала многого из того, что является

типовым для фондов венчурных инвестиций в других странах, а именно:

- поступление в фонд средств по заявкам, а не сразу в полном объеме;
- наличие инвестиционного комитета;
- существенное снижение налогообложения дохода на капитал, и т.п.

Одновременно на ЗПИФ накладывались существенные дополнительные обязательства, например, по аудиту или обязательной регулярной оценке стоимости портфеля активов с привлечением независимого оценщика, что приводило к существенному увеличению затрат управляющей компании.

В последние годы законодательство о ЗПИФ совершенствуется, появилась возможность сбора средств от квалифицированных инвесторов на основании заявок, возможность учреждения инвестиционного комитета, принимающего решения об инвестировании (в ранних версиях законодательства эти решения должна была принимать сама управляющая компания).

Разрабатывается также законодательство об «инвестиционных товариществах» (и предложения о соответствующих изменениях Гражданского кодекса), которые будут похожи на используемые за рубежом для фондов венчурных инвестиций ограниченные партнерства.

Сроки и условия венчурных фондов по другим основным вопросам не отличаются от принятых за рубежом.

2.14. Государственно-частное партнерство в формировании и обеспечении эффективности работы венчурной индустрии

В современных условиях экономический рост компании немислим без партнерства с государством и обществом в различных формах, а также без учета особенностей стратегии инновационного роста, характерных для постиндустриальной стадии развития, или экономики, основанной на знаниях. Для динамичного перехода бизнеса к инновационной модели развития в качестве основы национальной конкурентоспособности необходимо активное участие государства в формировании национальной инновационной системы с принятием на себя части рисков, которые не может позволить себе бизнес в рамках своей собственной финансовой стратегии.

Партнерство общества, представленного государством, и частного бизнеса (государственно-частное партнерство – ГЧП, или public private partnership – PPP) основывается на том, что в современных условиях общество в обеспечении динамичного экономического, социального и культурного развития не может обойтись без бизнеса. Частному же бизнесу требуется всевозрастающая поддержка общества и государства в решении собственных задач, которые также являются задачами обеспечения национальной конкурентоспособности.

При этом необходимо иметь в виду, что, несмотря на развитие партнерства общества (государства) и бизнеса, последний также разрабатывает собственные стратегии и формирует институты, направленные на решение новых экономических задач в интересах всего общества. Примером такого рода института как раз и выступает венчурное финансирование, индустрия которо-

го была во многом сформирована бизнесом самостоятельно (хотя и при поддержке государства). Эта индустрия превратилась в развитых странах в самовоспроизводящуюся в расширенных масштабах отрасль, несмотря на высокие риски, связанные с инновационным предпринимательством, и позволила в ряде стран решить задачу инновационного развития путем перехода к модели инновационного роста.

Партнерство общества (государства) и частного бизнеса призвано реализовать несколько целей и развивается по нескольким взаимосвязанным направлениям:

- Повышение качества и эффективности оказания публичных (общественных) услуг в условиях объективной ограниченности государственного бюджета и самооценности неувеличения налоговой нагрузки на бизнес и население (как предпосылки для их саморазвития) за счет более высокой эффективности контроля над качеством услуг и затратами. Решение глобальных проблем (в частности, борьбы с заболеваниями в развивающихся странах) в рамках партнерства международных институтов развития и частных корпораций.
- Стимулирование притока частных инвестиций в области деятельности, приоритетные, по экономическим или социальным и культурным соображениям, для общества (государства), но излишне рискованные или недостаточно рентабельные в текущих условиях для частного бизнеса.
- Временное замещение дефицита частных венчурных инвестиций бюджетными средствами в качестве катализатора для их притока и создания условий для формирования самоподдерживающегося расширенного воспроизводства индустрии венчурного финансирования.

Говоря о любом партнерстве, необходимо прежде всего понять, в чем заключаются интересы партнеров, совпадают ли они и по каким направлениям, а также выяснить, чем партнеры готовы жертвовать друг для друга.

Представляется, что в случае ГЧП в высокотехнологической сфере интересы бизнеса не отличаются от обычных. Это – стремление хорошо заработать, работая в областях инноваций и высоких технологий, которые общепризнанны как наиболее перспективные с точки зрения возможностей роста и многократного увеличения стоимости. Интересы государства и общества определяются тем, что существующая структура российской экономики и экспорта, в которых доминируют сырьевые отрасли, не соответствует сегодняшним представлениям о высокой конкурентоспособности на глобальном рынке и путях ее достижения. И государство, и общество заинтересованы в скорейшем увеличении доли высокотехнологичных отраслей.

Если говорить о готовности жертвовать, то бизнес, заинтересованный в лучших условиях для своей деятельности, готов смириться с необходимостью подстраиваться под непривычные и несвойственные ему бюрократизированные и формальные схемы и подходы к работе, которые приносит государство. Государство и общество, со своей стороны, готовы платить за то, чтобы ускорить формирование институтов инновационного развития, используя для этого прямую финансовую поддержку и соглашаясь с затратами на законотворчество и определенные административные реформы.

Хотелось бы отметить, что в нашей стране сегодня уже сформировалась довольно целостная система институтов ГЧП на федеральном и региональном уровнях. Эта система полностью соответствует практике других развитых и развивающихся

стран и требует скорее совершенствования и доработки, чем каких-то радикальных мер. Основной проблемой ГЧП в России на современном этапе становится относительная слабость российского частного бизнеса, возможности которого в настоящее время не вполне соответствуют существенно выросшим возможностям государства. В результате на практике можно видеть, что прямое государственное финансирование – возможности которого как по линии Минобрнауки, так и по линии Минэкономразвития и других министерств, а также на региональном уровне в последние годы существенно выросли – заменяет или замещает частный венчурный капитал бизнеса, вместо того чтобы стимулировать его приток в инновационную экономику. Например, Российская венчурная компания (РВК) в конце 2009 г. заявила, что приостанавливает создание новых венчурных фондов в партнерстве с бизнесом, так как на рынке ощущается недостаток проектов для инвестирования. Наверное, это неправильно и с точки зрения государства, и с точки зрения конкурентоспособности самого российского бизнеса.

2.14.1. Партнерство общества и бизнеса в формировании национальной инновационной системы

Участие государства в регулировании и поддержке важнейших элементов национальной инновационной системы (НИС) в силу высоких рисков и важности ожидаемого результата неизбежно должно быть большим, чем в других подсистемах экономики, как по числу регулирующих ведомств, законов и других институтов, так и, главное, по объему финансовой поддержки. При этом непосредственное государственное участие и заполнение того, что принято называть «долиной смерти» или «провалами рынка», в современных условиях выступает одним из важней-

ших способов снижения рисков в областях, важных для всего общества, а следовательно, способствует привлечению в них частного бизнеса и капитала.

Во всем мире государства продолжают поддерживать свои крупные компании – национальных чемпионов, лидеров наукоемких отраслей. Сейчас это становится сложнее из-за ограничений, которые накладывает ВТО. Вот почему США и Европейский союз идут на разного рода ухищрения. Когда несколько лет назад президент Буш объявил большой проект освоения Луны, некоторые ученые забеспокоились, что там будет добываться гелий-3. Однако высказывалось и мнение, что Буш под предлогом космической лунной программы попросту осуществляет бюджетные вливания в НИОКР «Боинга», в его производственные мощности, чтобы обеспечить ему технологическую модернизацию. А Луна – это прикрытие, чтобы Европейский Союз и «Эйрбас» не имели возможности оспорить такую поддержку через ВТО. Однако поддержки крупного бизнеса часто оказывается недостаточно, и требуется также государственная поддержка среднего и малого инновационного бизнеса, в котором преимущественно и разрабатываются основные инновации.

Современное государство поддерживает переход национальной экономики к модели инновационного роста и развитие этой модели экономики, действуя в следующих направлениях:

- Выражая интересы общества, государство ставит перед экономикой соответствующие задачи, важнейшей из которых на современном этапе развития как раз и выступает переход на инновационную модель роста.
- Активно формирует (или воздействует на формирование) различные институты – законы, нормы, правила – и

в этом смысле обеспечивает поддержку перехода на инновационную модель роста.

- В силу того что и наука, и инновационный процесс – зоны большого риска, государство берет на себя часть этих рисков и финансирует формирование инфраструктуры развития инноваций, а также сам инновационный процесс, в том числе:
 - стимулирует инновационную направленность роста больших компаний;
 - поддерживает малые инновационные компании путем:
 - формирования и укрепления института венчурного финансирования,
 - формирования инфраструктуры венчурного бизнеса,
 - стимулирования притока частных инвестиций в венчурный бизнес (в основном при помощи принятия на себя части рисков);
 - осуществляет финансирование фундаментальных НИОКР и содействует передаче их результатов для коммерциализации частным бизнесом.

Под инфраструктурой принято понимать совокупность организаций частного и государственного сектора, которые индивидуально и во взаимодействии друг с другом обслуживают инновационную деятельность в рамках норм, целенаправленно регулируемых государственной инновационной политикой. В это понятие входят: центры трансферта технологий, инжиниринга, субконтрактинга; региональные или отраслевые центры технологического и инструментального производства, метрологических разработок; центры быстрого прототипирования;

бизнес-инкубаторы; технопарки; инновационно-технологические центры; бизнес-инновационные, информационно-телекоммуникационные сети; консалтинговые фирмы; финансовые структуры и финансовые институты развития; подсистема переподготовки специалистов в инновационной сфере, включая технологический менеджмент и т.п. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) подразделяет инфраструктурные организации на следующие типы:

- Производственно-технологические (бизнес-инкубаторы, инновационно-технологические центры и технопарки и т.п.).
- Финансовые (фонды государственной поддержки НИОКР, стартовые и гарантийные фонды, венчурные фонды и фонды фондов, инвестиционные банки и т.п.).
- Информационно-консалтинговые.
- Подготовки и переподготовки кадров.
- Организации научно-технической и экономической экспертизы.
- Сертификационные.

Партнерство общества и бизнеса, направленное на стимулирование роста участия частного капитала в инновационной деятельности и снижение нагрузки на бюджет для использования высвобожденных средств на решение новых задач, выступает важнейшим условием высокой эффективности работы по переводу национальной экономики на модель инновационного роста.

Во многих развитых странах, но в особенности – в развивающихся, для консолидации государственных и частных ресурсов на приоритетных направлениях обеспечения устойчивого

долгосрочного роста экономики на основе инноваций успешно применяется такой инструмент, как государственные финансовые институты развития (далее – ГФИР).

Актуальность ГФИР для развивающихся стран определяется тем, что вовлечение коммерческих финансовых институтов в инвестиционный процесс сдерживается высоким уровнем рисков и/или недостаточной капитализацией банковского сектора и дефицитом устойчивых пассивов, а также недостаточной развитостью в стране институтов коллективного инвестирования. Кроме того, даже в развитых странах некоторые типы проектов и направлений деятельности, приоритетные с точки зрения общества и государства, в принципе недостаточно привлекательны для самостоятельной работы коммерческих финансовых организаций, однако они могут стать таковыми при условии партнерства с государством.

При этом в современном мире участие государства, с одной стороны, необходимо сконцентрировать на приоритетных направлениях развития, с другой – оно не должно подрывать долгосрочного потенциала развития частных финансовых институтов и деформировать рыночную среду их развития.

Под ГФИР понимаются специализированные государственные или квазигосударственные корпорации (компании), деятельность которых направлена на устранение «провалов рынка», сдерживающих экономическое и социальное развитие страны.

В случае ГФИР, как правило, речь идет о решении четырех основных задач:

- Преодоление «провалов рынка» в сфере инноваций.
- Устранение институциональных провалов (формирование отсутствующих, но необходимых сегментов рынка).

- Развитие экономической (энергетика, транспорт, другие коммуникации) и социальной инфраструктуры.
- Устранение существенных региональных дисбалансов в развитии.

В отличие от часто сходных по наименованию и осуществляемым операциям коммерческих финансовых институтов (коммерческих банков, инвестиционных фондов, лизинговых компаний), ГФИР работают не для максимизации своей прибыли и ее последующего распределения, а для решения задач, поставленных перед ГФИР государством, и поэтому часто приобретают форму «некоммерческой корпорации».

Основная задача государственных институтов развития состоит в отборе и финансовой поддержке проектов, являющихся приоритетными для развития национальной экономики, однако пока не способных привлечь достаточные ресурсы со стороны частного сектора, в том числе из-за своей высокой рискованности, длительных сроков окупаемости, сложности необходимых инструментов поддержки и т.д. Поддержка таких проектов со стороны ГФИР может обеспечиваться путем предоставления прямого финансирования (кредитов и займов или прямых инвестиций) со стороны самих ГФИР, в том числе совместно с частными финансовыми институтами, и/или путем снижения уровня рисков (предоставление гарантий, страхование кредитов и т.п.), делающего важные для государства проекты приемлемыми для частных финансовых институтов с точки зрения соотношения доходности и риска.

Таким образом, ГФИР выступают не в качестве источника государственных ресурсов для заведомо убыточных проектов, а в роли катализатора процессов финансирования приоритетных

секторов, предприятий и сфер бизнеса с привлечением ресурсов частного бизнеса.

Развитие инноваций является важнейшей, но не единственной задачей ГФИР, и к основным сферам деятельности (целевым группам), получающим поддержку ГФИР, как правило, относятся:

- Производство и экспорт высокотехнологичной продукции.
- Импорт передовых зарубежных технологических комплексов в интересах расширения производства продукции с высокой степенью обработки.
- Поддержка фирм, занимающихся НИОКР и их внедрением в производство.
- Поддержка вновь создаваемых высокотехнологических фирм и предприятий малого и среднего бизнеса.
- Инфраструктурные проекты.
- Проекты, имеющие большое социальное значение (модернизация жилищно-коммунальной сферы, развитие жилищной ипотеки).
- Поддержка сельскохозяйственных производителей.

Основные различия между типами ГФИР определяются сферами их деятельности и набором используемых инструментов. Можно выделить следующие основные группы, нашедшие распространение в России:

- Долгосрочные целевые программы развития.
- Инвестиционные фонды развития и концессии.
- Банки развития.

- Экспортно-импортные банки и экспортные страховые агентства.
- Институты поддержки прикладных инноваций, в том числе:
 - госпрограммы финансирования НИОКР;
 - государственные корпорации развития;
 - венчурные фонды и фонды фондов;
 - технопарки и особые экономические зоны;
 - универсальные институты поддержки инноваций.

2.14.2. Цели и задачи государственных программ поддержки венчурного капитала

Правительственные инициативы по поддержке венчурного капитала направлены главным образом на укрепление инновационного характера экономики. Их непосредственными задачами являются:

1. Развитие сферы и возможностей венчурного инвестирования для малых и средних предприятий.
2. Облегчение для малых и средних предприятий доступа к венчурному капиталу.
3. Совершенствование инноваций и конкурентоспособности страны путем поощрения создания инновационных предприятий и предоставления им финансирования ранних стадий и поддерживающих услуг.

В мире не было стран, ставших на путь инновационного развития, где роль государства в формировании данного института была бы незначительной.

2.14.3. Модели развития венчурной индустрии и эволюция «венчурной экосистемы»

«Венчурная экосистема» может быть определена как такая модель венчурной индустрии, в которой реализуется идеальная система взаимодействия всех ее элементов (общества, государства, бизнеса) и обеспечено ее самоподдержание и саморазвитие за счет частного капитала. Директор EVCA Джордж Ноэл выделяет несколько этапов эволюции венчурных экосистем в зависимости от процентного соотношения и направленности действующих венчурных фондов (Рис. 8).

Так, согласно Ноэлу, страны, в которых существуют только институты и фонды развития, не нацеленные на доход, находятся на первом эволюционном этапе развития венчурного капитала, который Ноэл относит к пассивному состоянию, и таким странам требуется государственная модель формирования рынка венчурного капитала, нацеленная на привлечение частных инвесторов для создания частных венчурных фондов, ориентирующихся на прибыль.

К следующему этапу пограничного состояния экосистемы относится, например, Россия, где по-прежнему доминируют не ориентированные на прибыль программы и фонды развития, созданные с участием государства или международных финансовых институтов, таких как Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), и другие, преследующие цели экономического развития страны или ее отдельных регионов. Наряду с ними меньшую часть рынка (около 20%) занимают частные венчурные фонды, ориентирующиеся на доход как главный критерий успеха.

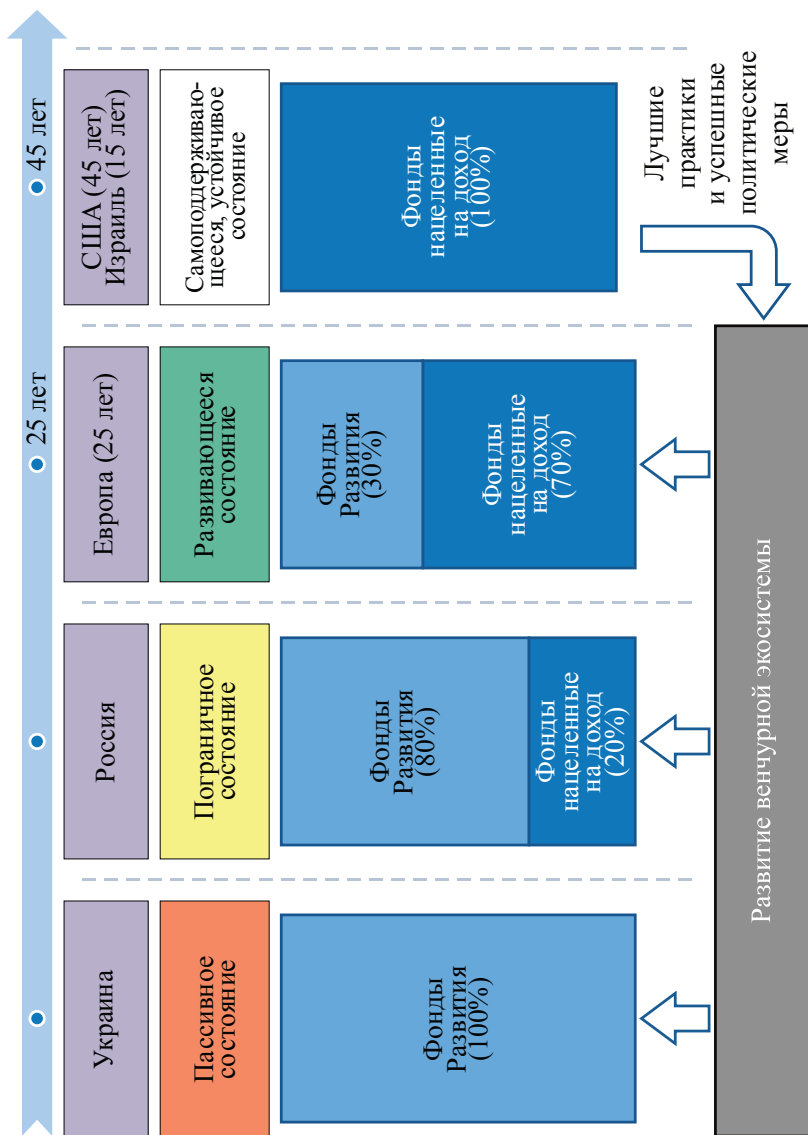


Рис. 8. Этапы развития экосистемы венчурного капитала

Европа находится на третьем этапе развития венчурной экосистемы и стремится к устойчивому состоянию, что характеризуется доминированием фондов, нацеленных прежде всего на доход (70%), и наличием тенденции к заметному снижению значения и доли на рынке фондов развития. К этому состоянию Европа последовательно шла на протяжении 25 лет, пройдя предыдущие два этапа.

Последний, четвертый, этап развития венчурной экосистемы – это состояние устойчивого саморазвития венчурной индустрии, когда на рынке преимущественно представлены фонды, главным критерием деятельности которых является максимизация прибыли. К венчурным индустриям этой фазы относятся: венчурная экосистема США, последовательно формировавшаяся в течение 45 лет, и венчурная экосистема Израиля, созданная за последние 15 лет и представляющая впечатляющую историю успеха за такой короткий промежуток времени. Одним из критериев успеха государственной модели Израиля стало использование опыта США для ускоренного построения собственной венчурной индустрии, реализовавшейся на практике в государственной программе «Yozma». К этому этапу приближается и венчурная индустрия Великобритании.

Построение венчурной экосистемы представляет собой сложную и многоплановую задачу, решить которую могут только согласованные и основанные на партнерстве программы совместных действий государства и частного бизнеса.

2.14.4. Элементы венчурной экосистемы

Для реализации успешного развития венчурной экосистемы необходима слаженно работающая инфраструктура, развитые институты и деньги, доступные для венчурных инвестиций (Рис. 9).

Несмотря на то что многие страны обладают успешным опытом и собственными моделями построения эффективной венчурной индустрии, объективной реальностью остается отсутствие идеальной модели, которую можно было бы успешно использовать в любой стране. Например, по мнению специалистов, американская модель венчурного капитала в Европе и Азии работает недостаточно эффективно, так как за пределами США инфраструктура для ее реализации имеет существенные недостатки и ограничения – особенно в том, что касается инвестиций на ранних стадиях развития бизнеса в области высоких технологий. В частности, речь идет о незрелости фондовых рынков, недостатке налоговых стимулов для предпринимателей и инвесторов, незрелости предпринимательской культуры, недостатке опытных управляющих венчурным капиталом и т.д. Таким образом, утверждение EVCA, что высока вероятность того, что американская модель не будет работать также и в Центральной и Восточной Европе, вполне справедливо.

2.14.5. Национальные особенности венчурного бизнеса

Различия связаны не только с инфраструктурными особенностями стран Европы и США, но также и с различиями в деловой культуре, этике и подходах к построению бизнеса. Отличительной особенностью культуры ведения бизнеса в Кремниевой Долине специалисты считают отсутствие негативной реакции на провал или неуспех венчурного специалиста, что до сих пор

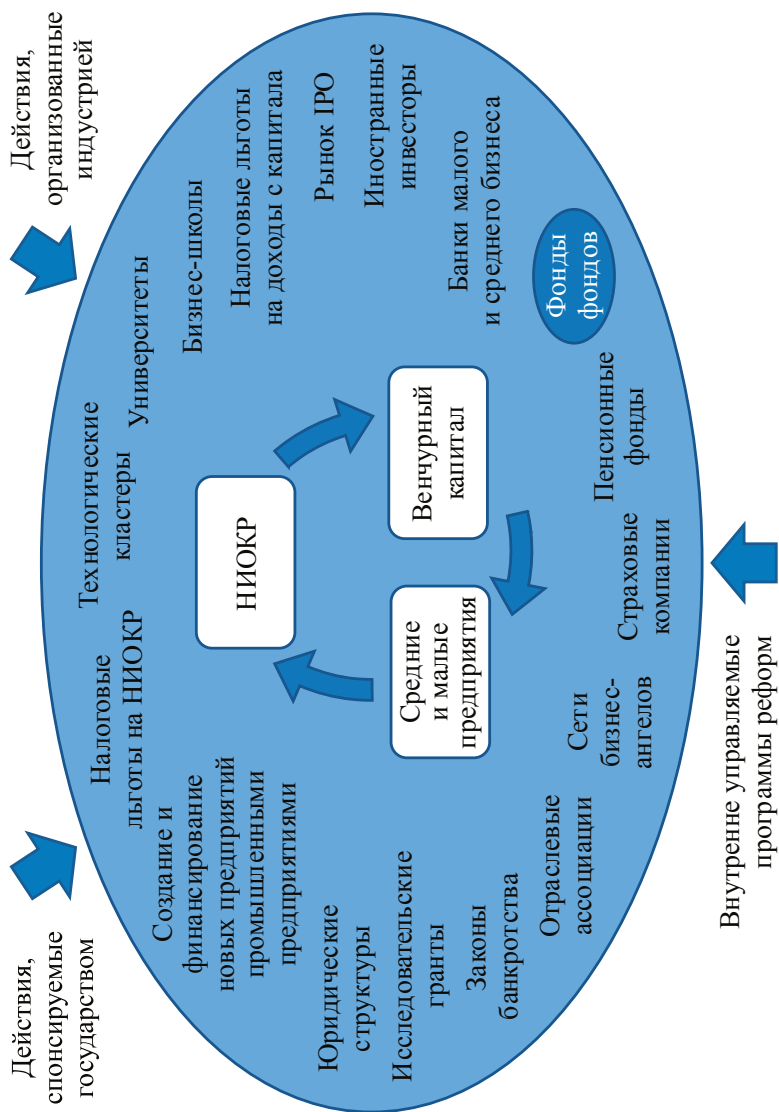


Рис. 9. Сбалансированная комплексная венчурная экосистема

недопустимо в Европе в силу более консервативных взглядов и более аккуратного отношения к инвестициям и деловой истории предпринимателя. В отличие от Европы, инвесторы США могут охотно инвестировать в компанию предпринимателя, даже если у него было несколько стартапов, которые закончились безуспешно, поскольку это воспринимается в Кремниевой Долине как накопленный опыт.

В подходе к построению бизнеса также отмечается тенденция к более высоким ожиданиям в отношении показателей развития и роста компаний в США по сравнению с Европой. В США философия ведения бизнеса заключается в достижении взрывного роста компании и получении сверхприбыли: из десяти портфельных компаний предприниматели больше уделяют внимание той, которая покажет стремительный рост, будет успешной и принесет сверхприбыль; а в Европе предприниматели чаще ориентируются на минимизацию потерь и максимизируют прибыль от всех компаний, даже тех, которые не принесут сверхприбыли.

Вместе с тем следует отметить и другие количественные различия венчурного бизнеса в США и Европе. Например, размер венчурных фондов в США гораздо больше, чем в Европе. Как следствие, объем инвестиционной сделки в США в среднем составляет 4 млн евро и превышает аналогичный показатель в Европе, который составляет 1 млн евро, согласно данным Европейской экономической комиссии ООН за 2008 г.

Не стоит считать, что венчурная индустрия Европы безнадежно отстает от американской. По данным исследований Triangle Venture Capital Group за 2008 г., 51% европейских сделок против 35% сделок в США имели мультипликатор роста стоимости бизнеса по сравнению с ценой входа за период инвестирования более 5х. Это доказывает, что европейским

предпринимателям иногда удается обойти американских коллег по показателю эффективности инвестиций.

Данный факт можно объяснить и следующим образом: в США крупные корпорации стоят перед выбором – покупать инновационный продукт или приобрести инновационную компанию, его производящую. В последнее время разница между ценой покупки продуктов инновационных компаний и покупкой самих инновационных компаний сбалансирована. Фактически, установлена верхняя граница, по которой венчурные фонды могут осуществить выход из инвестиций и продать инновационные компании.

Суммарный капитал, инвестированный в компанию до выхода из инвестиций (включая реинвестирование прибыли и долговое финансирование), в США в среднем составлял в конце 2000-х годов 77,2 млн долл. и имел тенденцию к росту, по сравнению с 42 млн долл. в Европе. Средняя доходность инвестора имеет направленность на снижение вследствие ограниченности цены выходов – 287 млн долл. в США и 256 млн долл. в Европе (данные упомянутой Triangle Venture Capital Group за 2008 г.).

2.14.6. Жизненный цикл развития венчурной индустрии в стране

Венчурная индустрия имеет свой жизненный цикл развития, начало которого принято определять уровнем проникновения венчурного капитала в экономику, достигнутым в США в 1980 г. и определенным как «критическая масса» (Рис. 10).

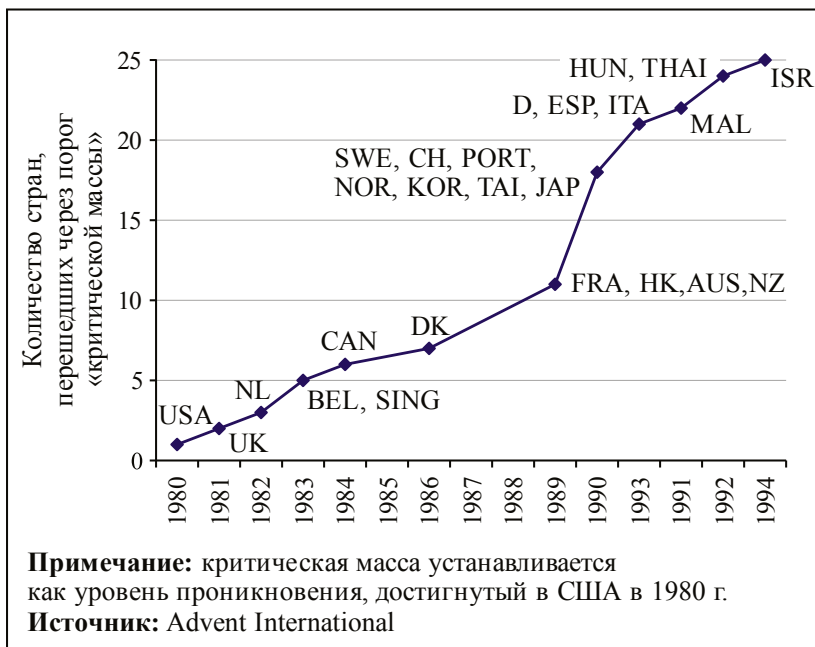


Рис. 10. Достижение странами «критической массы» проникновения венчурного капитала в экономику

2.14.7. Характеристики стран с развитой венчурной индустрией

Специалистами выделяется ряд экономических, культурных и законодательных особенностей, которые выступают характеристиками стран с развитой венчурной индустрией, а также условий, которые являются благоприятными для прямого инвестирования:

1. Высокий уровень НИОКР, особенно в университетах и национальных лабораториях.
2. Высокоразвитый рынок для выходов через первичное предложение акций на публичном рынке (IPO) или про-

дажу стратегическому инвестору, позволяющие венчурным фондам осуществить выход из инвестиций и фиксировать прибыль.

3. Доступность юридических механизмов для структурирования фондов венчурных инвестиций, прежде всего таких, как ограниченные партнерства (limited partnership), а также механизмов, позволяющих создавать фонды бизнес-ангелов или другие формы инвестирования бизнес-ангелами.
4. Развитые традиции предпринимательства и принятия рисков.
5. Развитый рынок труда, позволяющий реализовать предпринимательскую активность в высокотехнологическом секторе.
6. «Некарательный» налоговый режим, разрешающий использование опционов на акции и льготную ставку налога на прирост капитала для стимулирования спроса на венчурное финансирование.
7. Правовая система с высоким уровнем защиты прав инвесторов и гибкостью в структурировании инвестиционных контрактов.
8. Законодательные конструкции, позволяющие пенсионным фондам или иным институциональным инвесторам инвестировать в фонды венчурного капитала.

Некоторые исследователи выделяют также ряд дополнительных условий:

9. Достаточная материальная база для НИОКР и инновационных мощностей в промышленности.

10. Прочные международные связи с зарубежными технологическими рынками и рынками капитала, так как ограничение венчурной деятельности только отдельным регионом часто является губительным с точки зрения развития индустрии.
11. Высокий уровень технологического развития и благоприятные макроэкономические условия, приводящие к активизации государственной поддержки рынка венчурного капитала, которая должна носить долгосрочный характер.

2.14.8. Роль государства в развитии модели венчурной индустрии

Государственная поддержка имеет ключевое значение для развития венчурной индустрии. Опыт различных стран показал, что роль государства особенно высока на этапе запуска и настройки системы венчурного финансирования. Государство выделяет средства на формирование и развитие института венчурного финансирования (как правило, на основе ГЧП) и содействует созданию условий для продажи на рынке результатов работы инновационных технологий и компаний, проинвестированных венчурными фондами. Государство должно активно участвовать в формировании рынка инноваций, выделяя деньги на государственные закупки и заказы инновационной продукции, а также прямо поддерживать инновационную деятельность, финансируя фундаментальные НИОКР. Одновременно на первых этапах развития индустрии государство должно выделять средства для формирования венчурных фондов, однако не для замещения частного капитала, а для использования их в качестве катализатора для привлечения средств частных инвесторов. Тем самым государство не только

задает условия игры и создает стимулы к развитию рынка, но и определяет будущие стандарты, заставляя частный бизнес переориентироваться на инновационные продукты и адаптироваться к опережающим стандартам бизнеса, соответствующим инновационной модели роста экономики.

Основная задача государства состоит в привлечении к венчурной индустрии частного бизнеса, создании привлекательных условий работы для частных денег, формировании критической массы профессиональных специалистов в области венчурных инвестиций на рынке, стимулировании накопления участниками рынка опыта венчурной деятельности. После достижения требуемого уровня развития венчурной индустрии государство осуществляет постепенный вывод государственных средств с венчурного рынка и снижает свое вмешательство в его работу, что свидетельствует, согласно теории Дж. Ноэла, о создании в стране устойчивой венчурной индустрии, работающей как экосистема.

Роль государства заключается также в создании в стране положительного имиджа венчурного инвестирования и определении инновационной политики как национального приоритета; при этом государство стимулирует спрос бизнес-сектора на инновации, инвестиции в НИОКР и ориентацию научных исследований на рынок и конечного потребителя новых знаний. Государство ведет работу по совершенствованию адекватной законодательной базы и программ повышения компетентности и образования в области венчурного инвестирования, создает эффективную систему защиты интеллектуальной собственности, предоставляет льготные условия налогообложения на прирост капитала и создает эффективные прозрачные структуры для создания фондов, привлекательные для международных институциональных инвесторов.

2.14.9. Роль частного бизнеса в формировании венчурной экосистемы

Частный бизнес осведомлен о высокой эффективности инвестиций в инновационные проекты и заинтересован в них. Задача частного бизнеса на первых этапах развития венчурной экосистемы состоит в адаптации к условиям венчурного бизнеса, инициативам государства и в активном участии в развитии и завоевании данной ниши на российском венчурном рынке. Частный бизнес должен адаптироваться к приоритетам государства, подстроиться под них и использовать внешние условия и ориентиры, заданные государственной политикой для инвестиций, и работать в данном направлении, опираясь на финансовые показатели эффективности, роста стоимости проинвестированных компаний, внутренней нормы доходности и возврата на инвестиции. Малый, средний и крупный бизнес должен включиться в зарабатывание денег на инновациях.

2.14.10. Модели государственно-частного партнерства в области венчурного капитала, применяемые в мире

Возможно выделить три основных типа государственных программ поддержки венчурного капитала в разных странах (разделение на группы было проведено по критерию государственного участия):

- Уникальная модель SBIC (США).
- Классическая модель фондов фондов (Израиль, Евросоюз, Великобритания, США, Новая Зеландия, Сингапур, Россия).
- Прямая поддержка через государственные фонды (Финляндия, Китай).

Необходимо в единстве рассматривать обе стороны развития моделей: инвестиционные механизмы государственной поддержки и хронологию формирования институтов, проведения государственных реформ, направленных на создание среды и условий ведения венчурного бизнеса, так как эти две стороны тесно взаимосвязаны и дополняют друг друга. Например, израильская программа «Inbal», запущенная еще до того, как были созданы институциональные условия, не оправдала надежд и считается неудачной. Следующая программа, «Yozma», которая была запущена параллельно с реформами, направленными на стимулирование инновационного развития и создания привлекательных условий для предпринимательства, имела большой успех.

В США на построение устойчивой венчурной экосистемы, по данным Дж. Ноэла, ушло около 45 лет, в Европе с учетом опыта США – 25 лет, в Израиле – 15 лет. С одной стороны, построение венчурной индустрии и выбор подходящей модели должны быть основаны на накопленном опыте других стран, что позволит избежать ошибок, которые уже были сделаны; с другой стороны, даже успешные модели должны быть адаптированы под уникальные условия конкретной страны и внедряться с учетом ее особенностей. Опыт имеет ключевое значение, если учесть, что жизненный цикл венчурных инвестиций равен 5–7 годам, а жизненный цикл венчурных фондов – 10 годам; следовательно, первая волна квалифицированных специалистов с российским опытом может появиться не раньше чем через 10 лет. Делать собственные ошибки в данном случае неразумно, и, если есть альтернативы, необходимо не только изучать, но и адекватно применять и использовать зарубежный опыт, накопленный за десятилетия.

Уникальная модель США, которая развивалась более 45 лет и сопровождалась созданием множества законодательных инст-

рументов, параллельным формированием развитого финансового рынка для выходов компаний и ростом венчурной индустрии, безусловно является примером хорошей венчурной модели, которая на себе опробовала все плюсы и минусы данного вида бизнеса и выкристаллизовалась в сильнейшую венчурную индустрию в мире. Особое место в этом развитии занимала программа SBIC, которая использовала различные механизмы передачи средств в доверительное управление, а также предоставляла гибкие механизмы инвестирования в компании. Программа SBIC является уникальной по своей истории и масштабу и поэтому выделена в особую группу.

Остальные страны не могли пойти по тому же пути в силу необходимости в достижении результатов за более короткий срок, а также из-за отсутствия инфраструктуры и институтов. Это привело к созданию четко сфокусированных программ, которые смогли ускорить процесс развития венчурной индустрии за счет использования опыта сначала США, а затем и других стран. Запущенная в Израиле в 1993 г. программа Yozma, используя опыт США, за относительно короткий срок (15 лет) продемонстрировала впечатляющие результаты и была взята за основу и реплицирована другими странами, например, Великобританией, США, Новой Зеландией и другими. Эта модель относится к группе программ частно-государственного партнерства на основе классической модели фонда фондов. Исходя из того, что государство неспособно эффективно использовать инвестиционные возможности по сравнению с частным бизнесом, ключевую роль в модели фонда фондов в принятии инвестиционных решений играет частный бизнес, а государство является соинвестором и выполняет в основном поддерживающую и наблюдательную функцию. Необходимо отметить, что при реплицировании в других странах программа Yozma адаптировалась с учетом особенностей этих стран.

Третья группа характерна отказом от партнерства на уровне фонда фондов и попытками создания государственного партнерства напрямую с частными компаниями через государственные фонды венчурных инвестиций. Представители государства в таких программах сами проводят отбор инвестиционных сделок, принимают инвестиционные решения и напрямую участвуют в финансировании стартапов. Основой данных программ стали государственные фонды, которые были реализованы в отдельных странах.

Накопленный опыт построения венчурных моделей различными странами был обобщен и сформулирован в рекомендациях Европейской экономической комиссии ООН, которые следует учитывать при создании и реализации венчурной модели.

2.14.10.1. Государственная программа SBIC

Рынок США характеризуется высокоразвитой инфраструктурой венчурного инвестирования и является самым большим рынком венчурного капитала в мире. Наблюдается высокая активность и ведущая роль частного бизнеса, бизнес-ангелов, пенсионных фондов и страховых компаний. В США накоплен уникальный опыт развития и ведения венчурного бизнеса, и на сегодняшний день там насчитывается более 4000 профессиональных специалистов в управлении венчурным капиталом. В стране действует развитая законодательная база, которая имеет более чем 60-летнюю историю; используется широкий спектр инструментов: налоговых льгот, кредитов, гарантируемых займов.

Развитие американской индустрии венчурного капитала не может рассматриваться вне исторического контекста и связанным с ним развитием регуляторных условий. Появление в 1946 г. первой фирмы венчурного капитала American Research and Development (ARD) отразило растущее стремление к

коммерциализации технологий, разработанных в государственных исследовательских институтах. Решающим для развития индустрии оказалось наличие в критический для нее момент активной фондовой биржи, предложившей эффективный и высокоприбыльный путь выхода из инвестиций для получивших венчурный капитал компаний, что в свою очередь подстегнуло дальнейшую мобилизацию капитала (fundraising) в венчурную индустрию и развитие венчурного инвестирования. Успех ARD и ее важная роль в развитии индустрии венчурного капитала в значительной степени ассоциируются с ее инвестицией (70 тыс. долл.) в 1957 г. в компанию Digital Equipment Corporation (DEC), прибыль которой в 1971 г. составила 355 млн долл.

Фондовый рынок NASDAQ стал фундаментом всей американской индустрии венчурного капитала, являя собой пример отлично функционирующего механизма обеспечения выхода из венчурных инвестиций. После его создания в 1971 г. он шел впереди всех остальных американских рынков по числу проводимых на нем IPO. Рынок венчурного капитала США сегодня отражает результаты процесса накопления и распространения знаний, который охватывает более чем полвека, и регулярно порождает новые поколения управляющих венчурным капиталом. В этом контексте впечатляющего развития правительство США играло очень важную роль, обеспечивая стимулирование и поддержку рынка, а также производя необходимые изменения в законодательстве, касающиеся ключевых моментов развития индустрии венчурного капитала. Возможно, порядок следования правительственных инициатив оказался не менее важным, чем сама суть и результаты этих инициатив (Табл. 5).

Табл. 5. История регулирования венчурного рынка США

1933	Закон по регулированию ценных бумаг (Securities Act)
1934	Закон по обмену ценными бумагами (Securities Exchange Act)
1938	Вторичный рынок по ипотеке – это не напрямую рисковый капитал, но он стал одним из основных источников средств для предпринимателей стартапов
1939	Регулирование по американским стандартам финансовой отчетности (US GAAP)
1953	Программа по залогам (SBA's Guaranty Loan Program)
1958	Программа создания компаний по инвестициям в малый бизнес (Small Business Investment Company (SBIC) Act)
1971	Создание фондовой биржи NASDAQ Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC)
1974	Закон по пенсионным накоплениям (ERISA)
1976	Закон Харта–Скотта–Родино (Hart-Scott-Rodino Act)
1977	Совет по стандартам финансовой отчетности (FASB) – регулирование фондов
1978	Либерализация системы банкротств
1978	Закон по прибылям, урезающий ставки на добавочный капитал (Revenue Act of 1978)

Табл. 5. (Продолжение)

1980	Регулирование пенсионной системы: разрешение пенсионным фондам инвестировать в высокорисковый венчурный капитал («Prudent Man Rule» standard)
1980	Возможность освобождения партнерств венчурного капитала от предписаний, регулирующих планирование активов (департамент труда (DOL) предоставляет венчурным капиталистам право «безопасного убежища» от действия требований Employee Retirement Income Security Act (ERISA))
1980	Закон по инвестиционным бизнес-инициативам (Business Investment Incentive Act)
1980	Закон Бэя–Доула, дающий университетам контроль над их изобретениями и исследованиями (Bayh-Dole Act)
1982	Программа исследований для малого бизнеса (аналог фонда Бортника) (Small Business Innovation Development Act, Small Business Innovation Research (SBIR))
1986	Реформа налогового законодательства (Tax Reform Act)
1996	Переход на единообразный закон, регулирующий выпуск и продажу акций и ценных бумаг, создающий финансовые рынки для мобилизации капитала для растущих компаний (Uniform Blue Sky Law)
2002	Закон Сарбейнса-Оксли – новый закон о ценных бумагах (Sarbanes-Oxley Act of 2002)
2004	Реформа SBIC

Программа создания и государственной поддержки компаний, занимающихся инвестициями в малый бизнес (Small Business Investment Companies, SBIC), – уникальная программа государственно-частного партнерства, посредством которой с момента ее учреждения в 1958 г. и за 50 лет ее существования (по 2007 г.) SBIC предоставили 106 тысячам компаний малого бизнеса 55 млрд долл. в виде долга и инвестиций в акционерный капитал в размере от 0,25 до 5 млн долл. каждой. SBIC – это учрежденные и управляемые частными лицами венчурные компании, лицензируемые Администрацией малого бизнеса (U.S. Small Business Administration, далее – SBA), в целях предоставления этим компаниям инвестиций в акционерный капитал или долгосрочных займов. SBA была создана в 1953 г. как независимое агентство федерального правительства с целью оказания помощи, консультирования и содействия развитию проектов в сфере малого бизнеса.

Программа SBIC учреждена на основе принятого Американским Конгрессом в 1958 г. Закона об инвестициях в малый бизнес (Small Business Investment Company Act). Указанный закон был принят с целью предоставления компаниям малого и среднего бизнеса доступа к венчурному капиталу, не прибегая к услугам банков и иных частных источников. Минимальный размер капитала, необходимый для учреждения SBIC (5 млн долл.), должен быть предоставлен квалифицированными частными инвесторами. Оставшийся (добавочный) капитал SBIC, в трехкратном размере поступающий от частного капитала, предоставляется SBA посредством продажи гарантированных SBA ценных бумаг.

Многие широко известные компании получили инвестиции от SBIC на ранней стадии своего развития, включая такие компании, как Intel, Apple Computer, Palm Computing и др. Из Top 100 рейтинга 500 американских компаний с самой высокой скоро-

стью роста 10–12 компаний представлены теми, что получили финансирование по линии SBIC. Малый бизнес, получивший финансирование SBIC, трудоустроил примерно 218 тыс. работников (в среднем по 95 человек на компанию) в 2005 г. и 66 тыс. работников (в среднем по 37 человек на компанию) в 2007 г. Кроме того, SBIC играют довольно важную роль в производственном секторе экономики, куда в 2007 г. поступил 921 млн. долл. или 34,8% от совокупных инвестиций за этот год.

Программа SBIC была основательно переделана в 1994 г. Для SBIC был создан новый метод мобилизации капитала с использованием «участвующих привилегированных ценных бумаг» (participating preferred securities), когда часть выплат процентов федеральному правительству, приходящихся на ранние годы существования фонда, откладывается на будущее в обмен на участие правительства в прибылях SBIC. При новой организации программа пережила еще один расцвет, и ее деятельность приобрела большие масштабы. Только в период с 1994 по 1999 гг. SBA передала лицензии 194 новым SBIC с первоначальным частным капиталом на сумму более 2,7 млрд долл. и было мобилизовано больше частного капитала, чем за все 36 лет, предшествовавших переделке программы. В 2007 г. существовало 370 SBIC (включая 7 новых, получивших лицензию в 2007 г.), действовавших в 45 штатах, по сравнению с 418 в 2005 г., действовавших в 46 из 51 штата США.

В то время как на долю SBIC приходилось только 8% от общей суммы венчурного капитала, инвестированного в 1994–2002 гг., они отвечали за 65% всего посевного финансирования в США за тот же период, что составило 9,3 млрд долл. посевных инвестиций.

2.14.10.2. Государственные программы по классической модели фонда фондов

Государственный венчурный фонд фондов Израиля – программа Yozma

Еще одной из наиболее успешных моделей запуска венчурной индустрии в стране с ориентацией экономики в сторону инноваций выступает модель Израиля, получившая название «Yozma» (что на иврите означает «инициатива»), во многом основанная на интеллектуальном потенциале российских эмигрантов. Модель заключалась в создании государственного венчурного фонда фондов и последующем развитии десяти частных фондов с участием государства, каждый с капиталом 20 млн долл. или более (Табл. 6).

К фондам предъявлялись требования наличия хотя бы одного израильского партнера и одного американского или европейского партнера с опытом и хорошей репутацией работы в области венчурного инвестирования. Существенные условия программы Yozma приведены в табличном виде (Табл. 7). При этом зарубежные партнеры обязывались обучать израильских специалистов, в то время как управление фондом должна была осуществлять израильская частная компания.

В случае успеха фонда была предусмотрена возможность выкупа доли государства по первоначальной стоимости инвестиции плюс доход по процентной ставке не более 5% годовых. Всего венчурными фондами с участием Yozma уже к 2002 г. было проинвестировано более 200 инновационных компаний. В дальнейшем капитал дочерних фондов Yozma возрос до 2,9 млрд долл. за счет привлечения новых инвесторов и успешных продаж портфельных компаний, а восемь из десяти фондов были выкуплены частными соучредителями.

Табл. 6. Венчурные фонды программы Yozma

Венчурный фонд	Зарубежные инвесторы	Изначальный объем фонда, млн долл.	Капитал под управлением (2005), млн долл.
Eurofund	Daimler-Benz, DEG (Германия)	20	90
Gemini	Advent (США)	25	550
Inventech	Van Leer Group (Нидерланды)	20	40
JVP	Oxton (США/ Дальневосточный регион)	20	675
Medica	MVP (США)	20	130
Nitzanim-Concord	AVX, Kyocera (Япония)	20	280
Polaris	CMS (США)	20	945
Star	TVM (Германия) & Siemens	20	900
Vertex	Vertex international	20	250
Walden	Walden International (США)	25	175
Всего		210	4035

Табл. 7. Ключевые параметры программы Yozma

Предпочтительные типы организации фондов: партнерства с ограниченной ответственностью, фонды закрытого типа. Девять фондов приняли вышеуказанные организационные формы, и лишь один был открытым венчурным фондом

Ориентация на инвестиции на ранней стадии в израильские высокотехнологические стартапы

Целевой уровень капитала 200–250 млн долл. для всей венчурной отрасли Израиля (государственная поддержка – 100 млн долл.) – это стало критической массой, необходимой для возникновения венчурной индустрии

Многообразие частных израильских венчурных фондов (10), каждый из которых находился под управлением локальной управляющей компании и включал по крайней мере один иностранный финансовый институт с высокой репутацией и один важнейший израильский финансовый институт

Государственное участие в каждом фонде – 8 млн долл. (в большинстве фондов программы Yozma это составляло 40% от общего объема фонда – 20 млн долл.)

Государственный фонд объемом 20 млн долл. осуществлял инвестиции напрямую в высокотехнологические компании в Израиле: этот венчурный капитал назывался «Yozma – венчурный фонд» (который не следует путать с программой Yozma). Активная инвестиционная политика фонда стимулировала инвестиции венчурных фондов, созданных по программе Yozma

Табл. 7. (Продолжение)

Действенные стимулы к «Потенциалу роста» – возможность в течение пяти лет покупки государственных акций приблизительно по первоначальной стоимости (все фонды, кроме трех, использовали этот опцион). Не было гарантии минимизации рисков

Запланированная «Приватизация» фонда «Yozma – венчурный фонд» была осуществлена в 1997 г. Тем самым был подтвержден каталитический эффект программы Yozma

Программа Yozma послужила началом усиления процесса коллективного обучения

Программа Yozma имела большой успех, и конечным результатом ее реализации стал резкий рост инновационной активности в Израиле и расширение экспорта высокотехнологичной продукции. Общее число ежегодно создаваемых в Израиле компаний, использующих новые технологии, выросло с 300 в 1993 г. до 2000 к 2005 г. Объем высокотехнологического экспорта увеличился с 2,2 млрд долл. в 1991 г. до 11 млрд долл. в 2000 г. Число технологических компаний в стране превысило 4000. Благодаря реализации проекта Yozma на сегодняшний день Израиль имеет общепризнанные прочные позиции на мировом рынке венчурного капитала и обладает устойчивой венчурной индустрией. Ежегодно в Израиле объем сделок по инвестированию в высокотехнологические компании достигает 1,5 млрд долл., и на такую же сумму формируются новые венчурные фонды. Таким образом, благодаря программе Yozma Израиль был успешно включен в мировой технологический бизнес за сравнительно короткий срок.

Основатель программы Yozma И. Эрлих на основе опыта Израиля по построению венчурной экосистемы выделяет ключевой для достижения успеха элемент – это высококвалифицированные команды управляющих венчурными инвестициями. Именно они обеспечили истории успеха и были возвращены внутри Израиля, демонстрируя последовательный послужной список создания историй успеха (success stories).

Государственный фонд венчурных фондов – Европейский инвестиционный фонд (EIF)

В конце 1970-х – начале 1980-х годов венчурный капитал в Европе еще делал свои первые шаги, а серьезное развитие индустрии венчурного капитала началось только в 1990-х годах. В основе новой политики лежало активное стремление к попытке воспроизводства успеха США в сфере инноваций путем развития успешно функционирующих рынков венчурного капитала. «Зеленая книга инноваций» Европейской Комиссии и ее «Первый план действий» явились свидетельствами существования серьезных намерений в отношении создания инновационной культуры и условий, благоприятствующих инновациям в Европе.

На уровне Евросоюза Европейская Комиссия является основной организацией, занимающейся выработкой политических инициатив. До 2000 г. «Европейский инвестиционный банк» (EIB), а после 2000 г. – «Европейский инвестиционный фонд» (EIF), исполнительный орган EIB, являлись уполномоченными посредниками по реализации инициатив в отношении венчурного капитала по поручению Европейской Комиссии.

Европейский инвестиционный фонд, базирующийся в Люксембурге, является одним из главных инвесторов прямого и венчурного капитала в Европе. Его капитализация вначале

составляла 1 млрд евро (акционеры – Европейский инвестиционный банк, Европейский Союз, 30 государственных и 30 частных банков). Далее объем средств под управлением EIF увеличился до 5 млрд евро за счет привлечения частных инвесторов и акционеров, нацеленных на инвестиции в высокие технологии. К 2008 г. инвестиционный портфель EIF, действующего как фонд фондов, составлял 266 венчурных фондов с общим объемом инвестированных средств более 4,4 млрд евро и с более чем 800 тыс. поддержанных малых компаний стран Европы. Только в 2007 г. было профинансировано 33 фонда и выдано 26 гарантий на общую сумму более 2 млрд евро. Вместе с тем во время реализации программы EIF были трудности при принятии решений об инвестировании в фонды, связанные с участием в этом процессе представителей ключевых акционеров, которые, не понимая сущности венчурных процессов, оказались неспособными принимать взвешенно эти решения.

По данным Европейской экономической комиссии при ООН, EIF позиционирует себя в качестве основного игрока на поле венчурного инвестирования, главного источника инвестиционного опыта и значимой силы, узаконивающей взаимоотношения фондов венчурного капитала с институциональными инвесторами.

Государственный фонд фондов – Фонды капитала для предприятий (Enterprise Capital Funds, ECF) в Великобритании

Наиболее развитый в Европе рынок венчурного капитала работает в Великобритании, что отражает тесные связи этой страны с США, благоприятные институциональные условия и совокупность государственных схем, нацеленных на стимулирование и поддержку венчурного инвестирования по всей стране путем участия государства на всех важнейших этапах

цикла венчурного инвестирования и охвата основных стадий развития предприятий и регионов. Великобритания стала родиной самого активного европейского фондового рынка акций «второго эшелона» – Рынка альтернативных инвестиций (AIM) Лондонской фондовой биржи. Он был организован в 1995 г. для создания возможности продажи и покупки акций молодых быстрорастущих компаний с менее строгими требованиями для доступа к торгам, чем на Лондонской фондовой бирже.

В Великобритании первый важный отклик со стороны политиков на потребности создания системы венчурного финансирования имел форму учрежденной в 1945 г. Промышленно-торговой финансовой корпорации (ICFC), предшественника сегодняшней «3i». Вместе с тем, хотя впервые правительство Великобритании проявило инициативу в отношении малого бизнеса еще в начале 1980-х годов (когда была запущена Программа гарантии займов для малых предприятий – Small Firms Loan Guarantee), реальные программы, направленные именно на развитие венчурного финансирования, стартовали лишь в 1995–2005 гг. В 1995–2000 гг. появились трасты венчурного капитала (Venture Capital Trusts). В 2000 г. был создан фонд фондов – Фонд высоких технологий (UK High Technology Fund). В 2002–2004 гг. возникли фонды ранних стадий (Early Growth Funds) или фонды соинвестирования (Co-investment Funds), в 2002–2004 гг. – региональные венчурные фонды (Regional Venture Capital Funds). Наконец, в 2005 г. появилась программа создания фондов капитала для предприятий (Enterprise Capital Funds, ECFs), целью которой явилось расширение возможностей привлечения компаниями малого и среднего бизнеса капитала для их роста и развития, затрудненного из-за недостатка на рынке источников финансирования (Рис. 11).

Правительственные инициативы и программы, направленные на поддержку предприятий малого и среднего бизнеса, координируются и управляются организацией «Капитал для предприятий» (Capital for Enterprise Limited, CfEL).

Сложившиеся в Великобритании существенные условия конкурсных отборов частных компаний для партнерства с государством включают в себя следующее:

1. Государственные инвестиции в один фонд составляют не более 25 млн фунтов стерлингов.
2. Государственные инвестиции составляют не менее 50% от размера фонда.
3. Средства фондов должны быть инвестированы в предприятия малого и среднего бизнеса, инвестиции в одну компанию – не более 2 млн фунтов стерлингов.
4. Управляющая компания, заинтересованная в ГЧП, должна представить инвестиционную стратегию, иметь сильную инвестиционную команду и показать результаты предыдущей деятельности, а также обосновать высокую эффективность вложений средств для инвесторов.
5. Существует стандартное соглашение между ограниченными партнерами (LLP Agreement), которое регулирует формирование фондов, и лишь несколько незначительных изменений к нему могут быть вынесены на обсуждение.

Фонды капитала предприятий (ECFs) структурированы таким образом, что доходность программы для государства является фиксированной. Принятая ставка доходности на вложенные средства составляет 4,5%. Вознаграждение за успех (success fee) управляющим фонда оговаривается заранее при формировании фонда и выплачивается из денежных средств, отнесенных на расходы фонда.

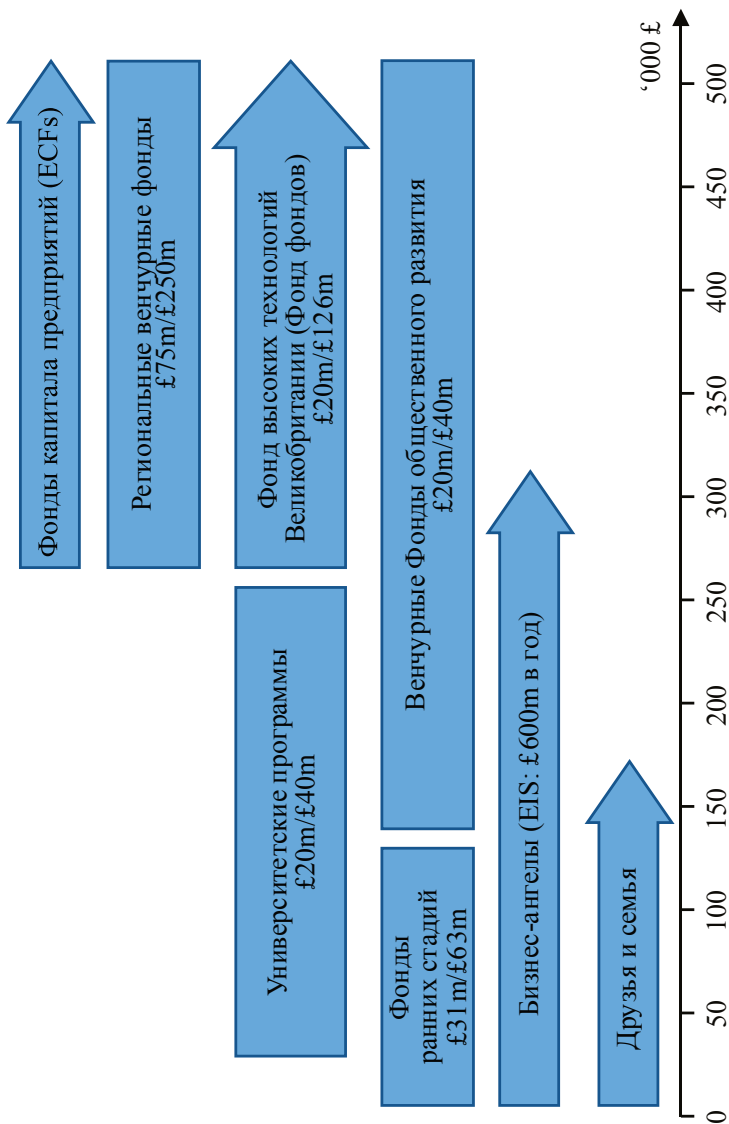


Рис. 11. Схемы участия государства в развитии венчурного капитала Великобритании

Табл. 8. Портфельные фонды Программы ECFs

Название фонда	Размер, £m	Области инвестиций	Территориальное распределение инвестиций и партнеры	Этап развития компании
Seraphim (Angel-led Unregulated Structure)	30	Общие	Великобритания. Партнеры: Pi Capital, Advantage Business Angels (бизнес-ангелы). Entrust and Archangels	Ранняя стадия; Развитие
IQ Capital Fund (NW Brown)	25	50% Информационно-коммуникационные технологии 35% Биотехнологии 15% Рациональное природопользование	Великобритания. Партнеры: GEIF, OION и SWAIN (Ассоциации бизнес-ангелов)	Посевная стадия; Ранняя стадия
E-Synergy	30	Экологические технологии	Великобритания	Ранняя стадия

Amadeus Capital Partners	10	Общие технологии	Великобритания	Посевная стадия
Catapult Venture Managers	30	Общие	Центральные графства Англии	Развитие
Dawn Capital	30	Технологии	Великобритания	33% Посевная стадия; 33% Ранняя стадия; 33% Развитие
Oxford Technology Partners	30	Технологии	Оксфорд и Юго-Восток	Стартап стадия Ранняя стадия
MMC	30	Здравоохранение, финансовые услуги, технологии и сервисы для поддержки бизнеса	Великобритания	Развитие

Из общего числа поданных на конкурс заявок (45) в первом раунде в 2005 г. было объявлено пять победителей. В следующем году, во втором раунде, из 35 претендентов были выбраны и созданы три венчурных фонда с общим капиталом 90 млн фунтов стерлингов. Государство анонсировало 150 млн фунтов стерлингов на дальнейшее развитие программы, и третий раунд, стартовавший в 2008 г., позволил создать еще два-три венчурных фонда. Такое же количество фондов будет создаваться по программе ECF ежегодно в 2009–2011 гг. Процедуры отбора и оценки претендентов первого и второго раунда заняли около девяти месяцев, поэтому было принято решение снять ограничение на сроки подачи заявок, и в третьем раунде их можно подавать в любое время.

Требуется, чтобы фонд установил отношения с бизнес-ангелами, а также тесные связи с сетью партнеров, которые будут обеспечивать поток сделок для фонда. Венчурным фондам позволено создавать новые управляющие команды, что должно способствовать возвращению опытных венчурных инвесторов в сектор высоких технологий Великобритании (Табл. 8).

Процедура конкурсного отбора состоит из двух этапов: на первом этапе в течение трех месяцев делается тщательная проверка краткой версии конкурсной заявки, максимальный объем которой составляет пять страниц; в ней представлены ключевые преимущества создаваемого венчурного фонда. По итогам первого этапа составляется краткий список претендентов, прошедших на второй этап. На заключительном этапе составляется полная версия заявки, проводятся дополнительные проверки и принимается окончательное решение о победителях. На подтверждение всех финансовых обязательств, юридических вопросов и подписаний договоров, соглашений и других обязательств победителю отводится шесть месяцев.

Государственный фонд венчурных фондов – Программа пенсионного фонда (CRF) штата Нью-Йорк

Возможность размещения денежных средств пенсионных фондов в венчурные фонды была создана в результате уточнения Министерством труда США закона о пенсионном обеспечении рабочих и служащих (ERISA) – в 1980 г. «Правило разумного человека» (Prudent man rule) сняло преграды для размещения пенсионных средств в фонды венчурных инвестиций или ценные бумаги компаний малого бизнеса.

Программа пенсионного фонда штата Нью-Йорк (New York State Common Retirement Fund), под управлением которого находится 154 млрд долл., была создана под названием «Пенсионные фонды» (Common Retirement Fund, CRF) как часть программы «Job 2000». В рамках этой программы были заключены сделки на сумму 861 млн долл. с 16 управляющими компаниями фондов венчурных инвестиций, из которых 350 млн долл. были инвестированы в 115 портфельных компаний. Программа была запущена в ноябре 1999 г., и к 2007 г. инвестиции в штате Нью-Йорк достигли 842 млн долл., а число специалистов в области инвестиций, работающих в фондах, созданных с участием программы, составило 77 человек.

Среди минимума основных стандартных требований, предъявляемых к потенциальным генеральным партнерам (управляющим компаниям создаваемых фондов) с целью обеспечения разумных с точки зрения фидуциарной ответственности стандартов работы фондов, возможно выделить следующие:

1. Успешный предыдущий опыт осуществления прямых и венчурных инвестиций, включающий в себя добавление стоимости (adding value) к получившим инвестиции компаниям и выходы из инвестиций.

2. Нацеленность фонда на максимизацию прибыли для инвесторов.
3. Логичная инвестиционная стратегия, адекватная рыночным условиям.
4. Закрепление управляющих фонда за потенциальными инвестициями, без опасности потенциального конфликта интересов.
5. Возможность привлечения денежных средств от частных инвесторов.
6. Инфраструктура, необходимая для организации эффективной системы мониторинга и отчетности по портфелю сделок.
7. Сформированная сеть контактов внутри штата, обеспечивающая надежный источник новых инвестиционных возможностей.
8. Работающий в штате бизнес.

Следует отметить несколько особенностей программы CRF. Во-первых, программа добилась от своих фондов необычно быстрого отклика на поступающие инвестиционные предложения – некоторые управляющие компании, генеральные партнеры, оказались способными принять инвестиционное решение за два рабочих дня; и, во-вторых, все инвестиции фондов были нацелены на высокую доходность.

Государственный фонд венчурных фондов – Инвестиционный фонд Новой Зеландии (NZVIF)

Инвестиционный фонд Новой Зеландии был основан в 2002 г. и действует как государственный фонд венчурных фондов. Его капитализация составляет 200 млн долл., его цель – стимулирование инвестиций и роста рынка венчурного капитала в стране.

Инвестиционный фонд Новой Зеландии к 2008 г. проинвестировал семь венчурных фондов и сформировал восемь партнерств по инвестициям бизнес-ангелов. Эти фонды осуществили 65 инвестиционных сделок на сумму более 86,4 млн долл., а также привлекли 167,6 млн долл. частных инвестиций.

Концепция программы венчурных фондов NZVIF базируется на следующих принципах:

1. Государство владеет фондом фондов, но управление им осуществляется независимой компанией, управление которой, в свою очередь, осуществляет независимый совет директоров, а директора выбираются с учетом их опыта в венчурном бизнесе.
2. Инвестиции в фонд осуществляются государством в пропорции к частному капиталу 1:2 и лишь в некоторых случаях – 1:1; размер венчурного фонда должен быть как минимум 30 млн долл.
3. Частные инвесторы имеют опцион по выкупу паев у NZVIF на пятый год работы фонда.
4. NZVIF участвует в принятии инвестиционных решений на тех же условиях, что и частные инвесторы, с тем же правом голоса. Все инвестиционные процессы проходят в строгом соответствии с рыночными практиками.

С момента своего создания NZVIF провел несколько мероприятий, направленных на популяризацию и стимулирование развития рынка венчурного капитала, включая:

1. Предоставление активной поддержки нового законодательства, регулирующего работу партнерств с ограниченной ответственностью, вступившего в силу в 2008 г.
2. Представление в правительство законодательных инициатив по налоговому регулированию венчурного капи-

тала (так, оффшорные инвесторы, инвестирующие в венчурные фонды с участием NZVIF, освобождены от уплаты налогов в Новой Зеландии).

3. Спонсорство Ассоциации Венчурного Инвестирования Новой Зеландии для специальных инициатив, направленных на развитие рынка, включая обучение инвесторов.

Программа к 2008 г. привлекла более 200 млн долл. частного капитала для инвестиций, однако, по мнению специалистов, венчурная индустрия страны все еще требует государственной поддержки, и на сегодняшний день она еще далека от состояния самоподдерживающейся и саморазвивающейся.

Государственный фонд венчурных фондов Сингапура – Институт развития TIF

Сингапур в создании национальной венчурной индустрии сделал ставку на инвестирование в зарубежные венчурные фонды и компании. Изначально страна не обладала собственной базой из привлекательных компаний на внутреннем рынке – сделок с инновационными компаниями фактически не было. Совет по экономическому развитию Сингапура с середины 1980-х годов начал массированные инвестиции в венчурные фонды Кремниевой Долины. Инвестиции сопровождались широкой экспансией сингапурских специалистов в венчурную индустрию США. В 2001 г. упомянутый совет передал функции фонда фондов специально созданному Институту развития «TIF» с капитализацией в 1,3 млрд долл. Через этот институт Сингапур построил венчурную инфраструктуру открытого типа – интегрировал отечественные фонды с зарубежными: 25% инвестиций направляются на финансирование сингапурских фондов, 75% – зарубежных. Такая система позволила Сингапуру наладить глобальный трансферт технологий в страну и

привлечь зарубежный капитал на внутренний рынок инноваций. На сегодняшний момент TIF инвестировал в 60 ведущих фондов венчурного капитала и прямых инвестиций в США, Европе, Израиле и Азии.

2.14.10.3. Государственные программы на основе государственного фонда венчурных инвестиций

Финляндия: государственный венчурный фонд SITRA

В Финляндии, так же как и в Израиле, была выстроена одна из самых эффективных в мире систем венчурного финансирования, основой для которой стал «Национальный фонд исследований и развития Финляндии» (SITRA). Фонд был создан в 1967 г. государством, и в настоящий момент его деятельность регулируется парламентом Финляндии. Одной из целей фонда является поддержка инновационных компаний в Финляндии и других странах, в том числе посредством инвестиций напрямую в эти компании и инвестиций через венчурные фонды в качестве фонда фондов. SITRA функционирует как самостоятельная структура, цель которой – получать прибыль.

С молодыми инновационными компаниями SITRA работает как обычный венчурный фонд – вкладывает в них 1–2 млн евро в обмен на 30–40% их акций. SITRA зачастую начинает финансировать компании еще на посевной стадии. В этом случае специалисты SITRA делают анализ рыночного потенциала продукта, привлекают экспертов из промышленности, помогают найти оптимальные пути выхода на рынок. Затем SITRA финансирует разработку бизнес-плана и представляет его частным инвесторам, которые заинтересованы «подхватить» молодую компанию у SITRA, когда она докажет свою жизне-

способность, или даже разделят с государством риски на ранней стадии. SITRA направляет на венчурную деятельность около 30 млн евро в год. В настоящее время в портфеле у SITRA находятся около 100 стартапов. Обычно SITRA входит в компанию на 3–5 лет и продает свои акции сразу же, как только другие инвесторы изъявляют готовность в нее вложиться. Фонд SITRA не конкурирует с другими инвесторами за перспективные компании, наоборот, он старается скооперироваться с бизнес-ангелами и частными фондами с момента образования новой компании, поскольку его цель – не вести компанию до тех пор, пока она разрастется до масштабов, скажем, Nokia, а быстрее вернуть свои вложения и поддержать как можно большее количество других молодых компаний.

Спустя 15 лет активной деятельности SITRA венчурный бизнес в Финляндии процветает. В настоящее время значительно возросла роль частных инвесторов и венчурных фондов. По данным Финской Ассоциации венчурного инвестирования, уже в 2002 г. было поддержано 259 компаний, при этом общий объем инвестиций составил 391 млн евро. В 2003 г. в 252 компании было вложено 328 млн евро, и хорошая динамика продолжилась и в последующие годы – в 2007 г. объем созданных фондов достиг 1015 млн евро, а в 2009 – несколько снизился из-за кризиса до 903 млн евро.

Государственная программа стала катализатором развития процесса венчурных инвестиций в стране, причем на начальном этапе использовались только государственные средства, а частные инвестиции пришли позже, в уже сформированную венчурную индустрию. Эта модель существенно отличается от модели, сложившейся в США. Главной составляющей финского успеха стало оптимальное взаимодействие государства, науки и частного бизнеса на основе выработки общих правил и согласования интересов.

Программы государственных фондов венчурных инвестиций в Китае

Структура отрасли венчурных инвестиций в Китае во многом уникальна. Несмотря на то что с момента образования первого венчурного фонда прошло менее 20 лет, развитие венчурного бизнеса в этой стране впечатляет: по данным на 2002 г., в Китае насчитывалось около 86 тыс. высокотехнологических компаний, на которых трудилось около 5,6 млн работников, а их совокупная выручка составила около 180 млрд долл.

Начало развития инфраструктуры венчурного бизнеса было положено еще в 1978 г. программой «Четырех модернизаций», в 1979 г. последовала легализация иностранной инвестиционной деятельности на территории КНР, а в 1984 г. были дополнительно открыты еще 14 специальных экономических зон. В 1992 г. местными органами управления в городах Шэньян, Шаньси, Гуандун, Шанхай, Чжэцзян создаются венчурные корпорации развития технологий. Однако к середине 1990-х годов существовавшая тогда система проявила свою неэффективность. Исследователи из Школы экономики и менеджмента Университета Цинхуа (Tsinghua University) выделяют две причины: во-первых, это недостаток финансовых ресурсов, во-вторых – отсутствие эффективной системы конкурсного отбора перспективных проектов. Венчурных фондов, работающих на коммерческих основах, тогда не существовало.

В 1996 г. был принят закон, разрешающий создание таких венчурных фондов. В этом же году китайское правительство создает свыше 20 государственных венчурных фондов, финансируемых на региональном уровне, и направляет делегацию в США с целью изучения опыта организации венчурных инвестиций. Уже в следующем, 1997 г., на рынке венчурных инвестиций появились первые иностранные игроки. В последующие

годы был принят ряд законов, облегчающих создание коммерческих и иностранных венчурных фондов в Китае.

Как указано выше, основной особенностью была определяющая роль государства в формировании венчурной индустрии в Китае. Можно выделить три направления, по которым государство воздействовало на развитие отрасли:

- децентрализация управления;
- предоставление непосредственной финансовой поддержки венчурным проектам;
- создание институциональной среды для развития венчурного бизнеса.

Все венчурные фонды, оперирующие в Китае, можно подразделить на четыре типа:

- государственные;
- университетские;
- корпоративные;
- иностранные.

Первый венчурный фонд, созданный в Китае министерством финансов совместно с Комиссией по науке и технологии в 1985 г., был государственным. Данные фонды, как правило, испытывают дефицит квалифицированных управленческих кадров и ориентированы на прибыль в меньшей степени, чем фонды других типов.

Венчурные фонды, созданные при университетах и научно-исследовательских институтах, стали появляться в значительном количестве начиная с 2000 г. Они имеют уникальную

возможность взаимодействия и сотрудничества с научной элитой, работающей в университетах и НИИ. Однако для этих фондов были характерны те же проблемы, что и для государственных венчурных фондов, главной из которых выступает недостаток финансовых ресурсов и специалистов в области венчурных инвестиций.

Корпоративные фонды на сегодняшний день представляют большинство венчурных фондов, оперирующих в Китае. К 2002 г. 11% от общего объема зарегистрированных на китайских биржах корпораций (132 публичных компании) инвестировали в такие венчурные фонды. Корпоративные фонды, как правило, имеют солидную финансовую базу, поддержку со стороны государства и более квалифицированные кадры, чем государственные и университетские венчурные фонды.

Наравне с корпоративными венчурными фондами, иностранные венчурные фонды стали с момента их появления основным источником венчурных инвестиций в Китае. Уже к концу 2001 г. более 60% крупнейших венчурных фондов, оперирующих в Китае, были иностранными. Важнейшими достоинствами иностранных венчурных фондов являются: солидная финансовая база, наличие квалифицированных менеджеров с большим опытом работы в венчурном финансировании и готовность брать на себя высокие риски и инвестировать в долгосрочные проекты.

2.14.11. Обобщение практики моделей государственной поддержки венчурного капитала и рекомендации Европейской Экономической Комиссии ООН

Европейская Экономическая комиссия ООН выработала рекомендации по формированию национальной венчурной индустрии, основанные на лучших примерах из практики Европы и других стран, и, фактически, задала некие правила в этой области.

В некоторых странах (например, в Канаде, Дании, Финляндии, Норвегии, Португалии, Испании, Швеции) средства для инвестиций передаются в специальные институты развития – как правило, аффилированные с государственными организациями, занимающимися развитием бизнеса или промышленности, – с требованием осуществления прямых инвестиций в новые, малые или инновационные предприятия. Фонды, находящиеся в государственном управлении, могут стать важным первоначальным источником капитала, который мог бы содействовать накоплению инвестиционного опыта и постепенной передаче его в частный сектор. Фонды, специализирующиеся на высокорисковых инвестициях в компании на ранней стадии развития, лучше других подходят для реализации этой задачи.

Когда рыночные механизмы только начинают формироваться, государственные фонды лучше всего использовать в качестве дополнительного элемента поддержки (как это происходит в Канаде, Дании, Финляндии, Норвегии).

Еще одним подходом к обеспечению государственного финансирования венчурных инвестиций стали случаи привлечения

управляющих, занимающихся прямыми инвестициями, в фонды частных инвестиций. Типичный сценарий использования этого подхода выглядит следующим образом: правительство или правительственное учреждение выступает в качестве основного инвестора, предоставляя определенный процент участия в капитале фонда заинтересованным частным инвесторам. Такой подход в настоящее время стал особенно популярен в ряде стран: Канаде, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Ирландии, Израиле, Великобритании, США, Казахстане, Латвии и России, а также в Европейском инвестиционном фонде. В рамках данного подхода правительство инвестирует как непосредственно в акционерный капитал, так и в форме субординированного долга – мезанинного финансирования или квазиакционерного капитала.

Опыт реализации программы SBIC в США является наглядным доказательством востребованности структур, стимулирующих инвестиции в компании на ранней стадии развития. Израильская программа Yozma представляет собой еще один пример методов стимулирования потенциала роста венчурных фондов: каждый фонд получает опцион на покупку правительственных паев на период до пяти лет, начиная с момента основания фонда. Подобным образом недавно запущенные программы в Великобритании («Капитал для предприятий»), Латвии (Латвийское агентство по гарантированию инвестиций) и России (ОАО «Российская венчурная компания») предусматривают ограничение доходности правительственных паев, передавая большую часть доходов фонда управляющим фондом и частным участникам – партнерам с ограниченной ответственностью. Такие условия, обеспечивающие асимметричное распределение дохода от успешных инвестиций, делают частные инвестиции в венчурные фонды более соответствующими высоким рискам инвестирования в компании на ранней стадии развития.

Наряду с рекомендациями в отношении методов и деталей формирования моделей венчурного бизнеса существенное значение имеют и общие правила построения государственной политики в области создания института венчурного финансирования в стране, предлагаемые Европейской Экономической комиссией ООН:

- Цели политики, связанные с финансированием инноваций, должны быть реалистичными, они должны принимать во внимание преобладающие фоновые условия в отношении четырех стадий цикла финансирования инновационных разработок и учитывать связи между различными факторами спроса и предложения.
- Цели политики должны быть конкретными: необходимо точно указывать типы предприятий, которые должны получить поддержку, – инновационные, вновь созданные (стартапы), компании на стадии роста, успешные компании и т.д. Каждый тип предприятия предполагает различные перспективы привлечения частных инвесторов.
- Успех изучения опыта других стран и, следовательно, реализация программ, успешно осуществленных в этих странах, зависит от того, четко ли инвесторы понимают, в чем заключались действия, предпринятые в прошлом, и в чем заключается историческое наследие инновационных возможностей и развития рынка.
- Государственные программы показывают наилучшие результаты тогда, когда они являются вспомогательным элементом, содействующим рыночным механизмам, связанным с финансированием инновационных разработок. Правительствам лучше всего не принимать решения самим, а формировать параметры – посредством предос-

тавления соответствующих стимулов – в рамках которых принимают решения частные инвесторы.

Трудности, с которыми сталкиваются правительства при формировании и развитии национальных моделей венчурной индустрии, по мнению экспертов, часто похожи. Можно выделить следующие характерные трудности, с которыми приходится сталкиваться правительствам на развивающихся рынках:

- недостаток венчурного капитала;
- отсутствие налоговых льгот и привлекательных налоговых режимов для венчурного бизнеса;
- низкая информированность о рынке, его участниках, возможностях и статистике.

Среди трудностей, с которыми встречаются правительства не только на развивающихся, но и на развитых рынках, можно выделить три основных:

- подбор квалифицированных кадров;
- оценка государственных программ;
- оценка деятельности руководителей программ;

При реализации программ особую успешность продемонстрировали программы, учитывающие особенности венчурного бизнеса и его глобальность. Ключевые проблемы, с которыми сталкиваются государства при реализации программ развития венчурного рынка, таковы:

- неоправданное фокусирование программ на отраслях и регионах, где отсутствует рыночный спрос;

- нецелевое и неоправданное расходование и растрата государственных средств;
- отсутствие интереса со стороны надежных частных рыночных игроков к участию в предлагаемой государством модели венчурного бизнеса.

Авторы: Иван Родионов
Альбина Никконен

Консультант: Валентин Левицкий

Корректоры: Наталья Жуковская
Елена Антонова
Мария Родина

Верстка: Артур Никконен

