

# БЕЛАЯ КНИГА

---

Рекомендации по функционированию  
российских посевных фондов с  
государственным участием

## Оглавление

Введение.....	2
Мировая практика организации и деятельности венчурных и «посевных» фондов .....	3
Особенность функционирования государственно-частных фондов в мировой практике .....	11
Проблематика запуска и функционирования фондов с госучастием на раннем этапе развития венчурного капитала .....	14
Фонды ранних стадий с участием государственного капитала в России.....	23
Ситуация в крупнейших городах и российских региона .....	30
Посевной Фонд как элемент инновационной инфраструктуры .....	33
Рекомендации .....	35

### Введение

Настоящий документ представляет собой свод рекомендаций, выработанных сообществом управленцев государственных и государственно-частных венчурных и «посевных» фондов в ходе реализации программы Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ) и ОАО «РВК» по повышению квалификации руководителей частно-государственных и частных венчурных, «посевных» и «предпосевных» инвестиционных фондов “Pro VC”.

В Белой книге содержатся сведения о подходах и «лучших практиках» организации и функционирования частных венчурных и «посевных» фондов, выработанные за долгую историю существования венчурной индустрии, международной практики государственного участия в развитие сектора посевных инвестиций, обзор состояния сектора российских государственных и частно-государственных венчурных и «посевных» фондов, рекомендации по улучшению сложившейся ситуации на федеральном и региональном уровне для органов власти, институтов развития и самих фондов.

При работе над Книгой не ставилась задача детальной проработки конкретных механизмов и типовых документов, но фиксировался необходимый набор определений, подходов, форм реализации посевных фондов с участием государства как элементов инновационной экосистемы, в объеме, минимально

необходимом для постановки задач и поддержки принятия квалифицированных решений о выборе концепции развития системы посевного инвестирования, прежде всего - в российских регионах.

Данный документ предназначается, в первую очередь, для региональных (муниципальных) и федеральных органов государственной власти, занятых организацией или развитием инновационной экосистемы и конкретно системой «посевного» или венчурного финансирования.

Как планируется, Белая Книга будет «живым», не застывшим, регулярно (ежегодно) редактируемым документом, выражающим точку зрения заинтересованной части профессионального сообщества, а предлагаемая первая редакция рассматривается как приглашение к обсуждению огромного пласта вопросов развития важнейшего сегмента инновационной экосистемы. В то же время, мы выражаем надежду, что предложенные рекомендации найдут отражение в практике деятельности органов власти и институтов развития, направленной на совершенствование отечественной системы «посевных» фондов и фондов ранних стадий с государственным участием.

### Мировая практика организации и деятельности венчурных и «посевных» фондов

Настоящий раздел описывает базовые принципы организации и деятельности венчурных фондов «как должно быть» (to be), которые были выработаны в рамках повседневной практики, и которые мы полагаем целесообразными при организации «посевого» фонда на региональном уровне вне зависимости от формы капитала, и если выбор других форм не обусловлен объективными обстоятельствами.

**Венчурный капитал** представляет собой «профессиональный» капитал, инвестированный для финансирования ранней стадии («посев», «стартап»). Финансирование может принимать формы покупки обыкновенных акций, конвертируемых привилегированных акций или конвертируемых долговых обязательств. В обмен на принимаемый на себя относительно высокий риск венчурные инвесторы получают адекватное вознаграждение в виде прибыли, привилегированных акций, роста стоимости акционерного капитала или в ином виде. Исходя из того, что основным объектом инвестиций венчурного капитала выступают быстрорастущие компании ранней фазы, реинвестирующие свой доход в ускоренное развитие, наиболее распространенная модель заработка – **рост стоимости портфельных компаний**, при том, что заработок инвестора формируется на «выходе», когда проинвестированная компания достигает ликвидности.

**«Посевной капитал»** является подотраслью венчурного капитала в широком смысле, однако в данном сборнике индустрия «посевных» фондов будет рассматриваться обособленно от собственно венчурных фондов, инвестирующих на стадии «стартап».

**Выход** – заключительная стадия процесса венчурного инвестирования: продажа принадлежащего «посевному» или венчурному инвестору доли в портфельной компании целиком или частично. Существуют разные способы выхода инвестора из компании: прямая продажа; продажа путем публичного предложения (включая IPO); списание с продаж активов; продажа другому венчурному капиталисту; продажа финансовому или стратегическому инвестору, выкуп бизнеса менеджментом.

**Венчурная компания/фирма** – компания, отвечающая за управление венчурным капиталом, предоставленным для осуществления инвестиций. Капитал может быть как собственным, так и привлеченным со стороны.

**Управляющая компания** – компания, создаваемая или нанимаемая инвесторами для управления денежными средствами, внесенными ими в инвестиционный венчурный или «посевной» фонд.

**Венчурный капиталист** – руководитель венчурной фирмы/компании или управляющей компании венчурными фондами.

#### Фидуциарная ответственность

Правила формирования и работы фондов, включая взаимоотношения между членами органов управления (Инвестиционный комитет, консультативный совет, советы директоров портфельных компаний и т.д.), определяются фидуциарной ответственностью, лежащей в основе доверительного управления. Основным содержанием фидуциарной ответственности является следующее:

- доверенный должен сделать в пользу доверителя максимум возможного в данном

## Мировая практика организации и деятельности венчурных и «посевных» фондов

месте в данное время, что в контексте «посевого» или венчурного фонда выражается в наилучшей при существующих возможностях тактике поиска и отбора проектов, управления ими.

Следствием этого является то, что управляющая компания фонда должна стремиться найти наиболее «инвестиционно-подготовленные» компании для инвестиций с точки зрения продукта, команды и экономики, и в ряде случаев сама способствует доформированию команды и приобретению ею необходимых компетенций, а также проводит комплекс мероприятий по поиску и формированию команд-кандидатов портфельные компании.

### Работа фондов венчурного и «посевого» капитала

Фонд венчурного капитала – юридически зарегистрированное или незарегистриро-

ванное объединение инвесторов с целью осуществления совместных инвестиций, аккумулирующее финансовые средства для инвестирования в венчурные проекты.

Фонд «посевого» капитала – юридически зарегистрированное или незарегистрированное объединение инвесторов для совместного вложения средств в проекты начальных фаз развития («посевные»).

Фонд вкладывает средства путем приобретения долей в новой компании, как правило, на ограниченный срок (до тех пор, пока рынок не будет способен вернуть вложенный капитал с существенной прибылью, обычно на 10 лет с возможными пролонгациями). Продажу своей доли в портфельной компании фонд стремится осуществить, когда компания находится на пике рыночной стоимости, что может принести фонду максимально возможную прибыль.

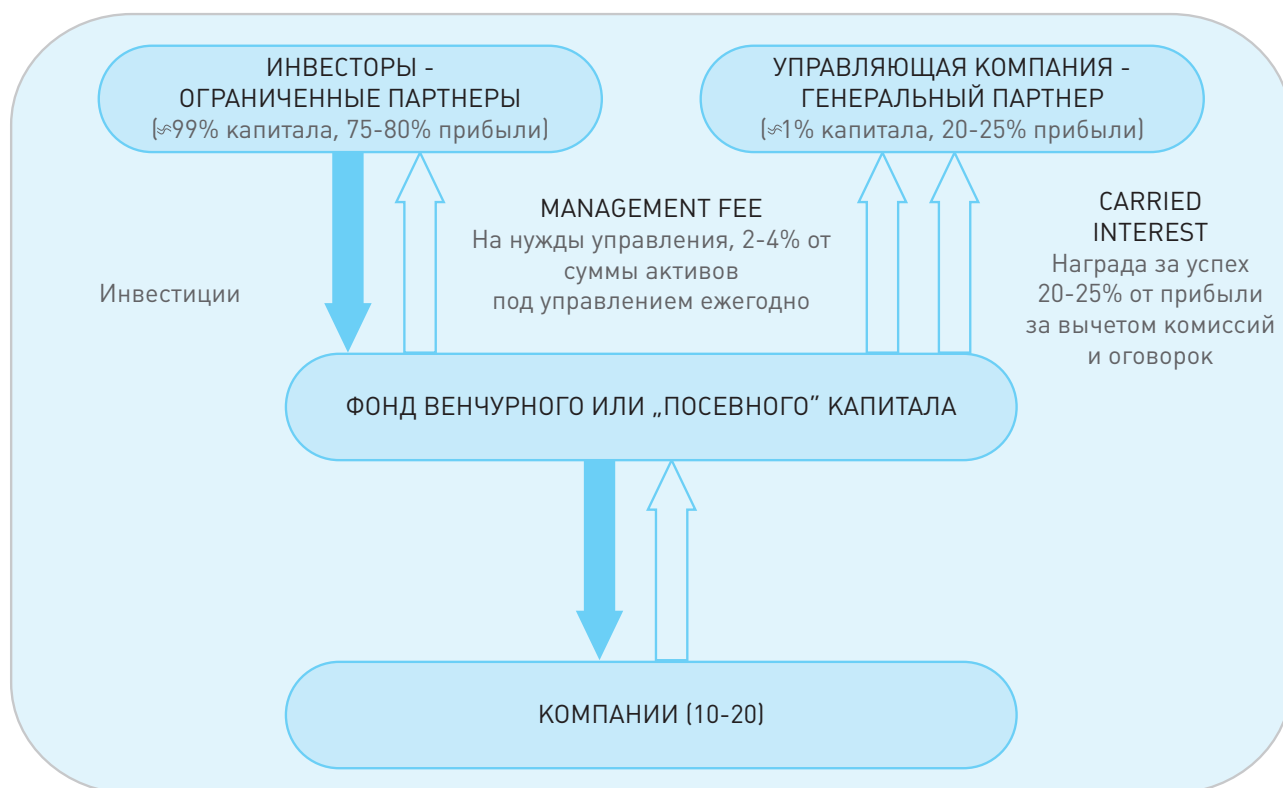


Рисунок 1. “Устройство” фонда

Для целей структурирования фонда в мировой практике принято использовать юридическую форму инвестиционного товарищества. В этой форме присутствуют два типа партнеров – генеральный партнер (general partner – GP) и ограниченные партнеры (limited partners – LP). LP обладают правами собственности на вложения в фонд пропорционально их участию в фонде и правами на соответствующую часть результата работы фонда (также пропорционально участию). Набор управленческих функций у LP, как правило, ограничен – обычно в договорах прописывается право уволить GP по консенсусу среди LP, право на получение отчетов и ряд других базовых функций. Набор прав LP зависит от соглашения между партнерами и варьируется от фонда к фонду и от юрисдикции к юрисдикции. В ряде фондов LP могут назначать своих представителей в инвесткомитет и/или Совет Директоров. GP, напротив, обладает широкими управленческими полномочиями. В число таких прав GP входит формирование инвестиционного комитета (при участии LP), а также участие в подборе и найме управляющей компании (если GP и УК – не одно и то же) и надзор за ее работой в течение срока жизни фонда. Аналогично обстоит дело с обязанностями: LP принимает на себя обязательство по перечислению денег в фонд в требуемый момент времени (commitment), тогда как все остальные обязанности ложатся на GP и УК. На УК возлагается задача операционного управления активами фонда.

Фонды создаются на определенный, довольно длительный срок (как правило, 5-10 лет) и обычно являются неликвидными и закрытыми, т.е. собрав инвесторов в определенный момент времени и распределив паи согласно доле их участия в фонде, не предусматривается изменения их состава вплоть до момента закрытия и распределения резуль-

татов работы среди инвесторов. Существуют и открытые фонды, работающие постоянно (evergreen), но для реализации этой схемы требуется ликвидность долей фонда, обеспечивающая возможность инвесторам выйти из фонда и войти в него.

Вознаграждения управляющей компании, как правило, включает два компонента:

- плату за управление (**management fee**), выплачиваемую постоянно как определенный процент от объема средств в управлении (как правило, 2-4% в период инвестирования и вдвое меньше в период выхода из инвестиций). Эта плата используется для оплаты работы управляющей компании, инвестиционного комитета, внешнего аудитора и внешних экспертов,
- вознаграждение за успешную работу фонда (**carried interest**, плата за успех).

Чтобы стимулировать интенсивную работу управляющей компании и ориентацию на достижение высокой доходности инвестиций фонда, может применяться нижняя предельная величина доходности (**hurdle**), при превышении которой плата за успех не выплачивается.

**Инвестиционный комитет** – созданный в рамках фонда орган, принимающий финансовые решения по сделкам, которые готовятся управляющей компанией. Формируется по договоренности между партнерами. Обычно в инвестиционный комитет входят представители инвесторов (LP) или приглашенные ими эксперты, но иногда могут входить и представители управляющей компании.

**Роли менеджмента управляющей компании**

**Партнер** – руководитель и/или один из учредителей управляющей компании, участвующий в прибыли.

**Инвестиционный менеджер** – сотрудник управляющей компании, курирующий портфель проектов фонда, в мировой практике получающий часть вознаграждения по итогам завершения сделок.

Принцип работы «инвестиционного менеджера» – инвестиционный менеджер участвует во всей инвестиции от ее начала (нахождения объекта для инвестирования) до завершения (выхода из инвестиции) и несет ответственность за ее успех или неудачу. Неудовлетворительна ситуация, когда за отбор проектов отвечает один менеджер, а за реализацию – другой, что влечет к размыванию ответственности за неудачную инвестицию.

**Аналитик/ассоциат** – сотрудник фонда, выполняющий поручения партнеров и менеджеров, обычно не участвующий в разделе прибыли.

**Бек офиса** – группа персонала, занимающаяся «обеспечивающей» работой (бухгалтерией, документооборотом, юридической поддержкой и т.п.), не участвующая в подготовке инвестиционных решений.

**Организация поиска, отбора проектов, структурирования сделок и управления проектами (Deal Flow и Due Diligence и т.д.)**

В соответствии с фидуциарной ответственностью, управляющая компания должна предпринять все возможные усилия для нахождения наилучших инвестиционных решений в соответствии со своей стратегией.

Управляющая компания должна иметь четкий и опубликованный в открытом источнике список критериев отбора инвестиционных предложений, для того, чтобы привлекать проекты, находящиеся в сфере ее интересов, и аргументированно отказывать проектам, не являющихся лучшими с точки зрения УК объектами инвестиций.

### Поиск проектов

Поиск проектов может осуществляться по следующим направлениям:

- **Активный нетворкинг.** Для этой цели партнеры и инвестиционные менеджеры управляющей компании должны проводить регулярные встречи по своей инициативе с командами потенциальных портфельных компаний, в частности, используя для этого посещение мероприятий, венчурных форумов, конкурсов стартапов, демо дней и т.д.
- 1. **«Приходящие с рынка».** Для этого должна существовать официальная «точка входа», а именно контактный e-mail или раздел Web-сайта управляющей компании.
- **Научные и учебные заведения,** географически расположенные в регионе действия фонда.
- **Объекты инновационной инфраструктуры,** географически расположенные в регионе действия фонда.

Поиск иногда может вестись и «сверху вниз» – от потребностей УК фонда инвестировать в те или иные ниши (например, наиболее быстрорастущие) к рассмотрению работающих на данном рынке команд и затем – к идеям, которые эти команды предлагают.

Для повышения качества и количества рассматриваемых проектов рекомендуется:

- **Вести активный поиск по всем четырем направлениям,** причем как «от имеющихся на рынке или приходящих проектов», так и от интересующих фонд областей, по алгоритму «ниша-команды-идеи проектов».
- **создать сеть советников и референтов** (из лиц и организаций), которые будут направлять уже действующих и потенциальных предпринимателей в фонд на рассмотрение для инвестиций.

## Мировая практика организации и деятельности венчурных и «посевных» фондов

### Отбор проектов

В каждом инвестиционном фонде работа по инвестированию должна быть организована как единый бизнес-процесс. Рекомендуется его разделять на следующие основные этапы:

- формирование потока сделок (deal flow),
- анализ заявок на инвестирование и отбор для дальнейшего рассмотрения,
- встречи с компаниями и переговоры об условиях инвестирования,
- тщательное изучение компаний и их планов (due diligence),
- рассмотрение сделок инвестиционным комитетом,
- оформление сделки по инвестированию,
- управление инвестицией и совместная работа с компанией по увеличению ее стоимости,
- выход.

Таким образом, постадийный процесс работы с заявками на инвестиции в фонде включает в себя:

1. Отбор заявок для изучения из созданного Deal Flow.
2. Анализ инвестиционного предложения (или бизнес-плана компании).
3. Знакомство с менеджерами компании, посещение ее офиса и производства.
4. Самостоятельное изучение специалистами управляющей компании соответствующих

рынков и технологий.

5. Решение вопроса о целесообразности сделки для фонда по результатам рассмотрения заявки управляющей компанией.
6. Оценка стоимости и структурирование условий сделки для дальнейших переговоров.
7. Переговоры по условиям сделки, подготовка и подписание основных условий (соглашения о намерениях).
8. Проведение детального due diligence с привлечением внешних экспертов.
9. Подготовка юридических документов и их подписание.

### Deal Flow – «формирование потока сделок»

Для фонда критически важным является формирование устойчивого потока заявок на инвестиции, который получил название потока сделок (deal flow). Поскольку только несколько процентов от первоначальных контактов реализуется в форме совершенных сделок, важно эффективно управлять потоком сделок, поступающим в фонд, и их продвижением по различным этапам рассмотрения и одобрения.

Поток сделок (deal flow) – число заявок на инвестиции, которые получает и рассматривает управляющая компания фонда за единицу времени – это важнейший показатель работы фонда.

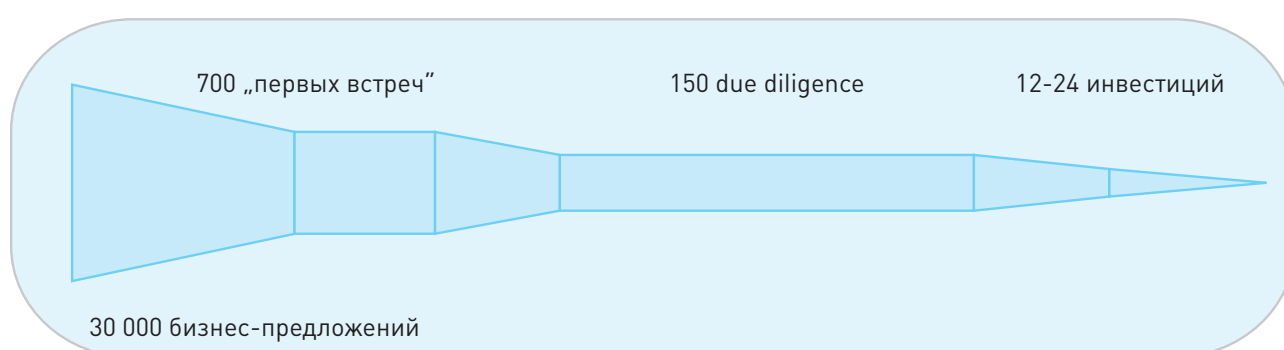


Рисунок 2. Процедура отбора компаний фондом Draper Fisher Jurvetson (известная «ракета Дрейпера»)



Поток сделок предоставляет управляющим фондом своего рода «сырье», из которого необходимо выбрать тех предпринимателей и компании, с которыми фонд готов будет заключить инвестиционные договоры.

Начальная точка всякого управления потоком сделок – это своеобразная база данных, куда поступают все заявки, релевантные стратегии фонда. На ее основе подготавливаются отчеты о продвижении сделок по этапам, а также создаются отчетные документы, которые должны быть доступными инвесторам фонда по их запросам.

В базе данных выделяются заявки, поступившие в фонд и вошедшие в число отобранных для дальнейшей отработки. Такие сделки формируют то, что называют «pipeline» (буквально «трубопровод», или «система подачи»). Сделки pipeline можно подразделить на несколько категорий, например:

- *новые сделки* (только что поступившие в фонд, принятые к рассмотрению по формальным критериям соответствия инвестиционной стратегии фонда, но еще не прошедшие изучения или анализа);
- *активные* сделки (находящиеся на различных этапах исследования и отработки);
- *неактивные* сделки (отклоненные по различным причинам, но, тем не менее, не исключенные из «pipeline» по причине того, что фонд в будущем может вернуться к их рассмотрению);
- *отклоненные* сделки (принятые к рассмотрению, проанализированные, но получившие отказ на одном из этапов анализа без перспектив возвращения в «pipeline» – «dead»).

Средним сроком является шесть-десять недель, хотя может занимать несколько месяцев и больше. За это время управляющая компания фонда должна:

- рассмотреть заявку, представленную в письменной форме, понять отрасль и место бизнеса компании в отрасли, изучить планы компании и уровень менеджмента, и на этой основе принять решение о целесообразности продолжения работы,
- провести переговоры с предпринимателями – учредителями и акционерами, а также топ-менеджерами компании и согласовать предварительные условия инвестиции (term sheet), которые в дальнейшем лягут в основу юридических документов,
- провести тщательное изучение компании и подготовить проекты юридических документов,
- подготовить материалы, необходимые для выработки и принятия решения инвестиционным комитетом.

### Due Diligence - «тщательное изучение»

Термин «тщательное изучение» (due diligence, в буквальном переводе – «надлежащее прилежание») постоянно используется тогда, когда речь идет о сделках с активами капитального характера, а также – слияниях или поглощениях компаний (M&A). Аспекты, которые должны исследоваться при проведении процедуры тщательного изучения (due diligence), условно можно разделить на:

- те, которые определяют успех бизнеса,
- те, которые могут быть связаны с риском инвестора на получение доли доходов в случае успеха компании,
- риски, связанные с проблемами в оформлении компанией различных юридических и финансовых документов.

Обычно, в «посевном» и венчурном инвестировании под due diligence понимается процесс изучения компании на этапе, когда она уже предварительно отобрана фондом для инвестирования, с ней подписан документ,

определяющий основные параметры инвестиции (term sheet) и требуется привлечение внешних экспертов для подготовки документа для принятия решения Инвестиционным комитетом.

Процедура due diligence всегда включает два этапа:

- расширенное изучение компании с точки зрения привлекательности для инвестирования (обычно делается усилиями УК, хотя возможно привлечение внешних экспертов, например по технологии и маркетингу),
- изучение юридической безупречности компании и инвестиций с точки зрения возможных проблем в будущем.

Первый этап предполагает изучение:

- истории компании и реальности представленных ей данных,
- перспектив реализации планов компании и их реальности.

Для проведения процедуры тщательного изучения требуется нанимать внешних экспертов. Внешние эксперты для проведения процедуры тщательного изучения должны наниматься исходя из наилучшего возможного предложения, и желательно – на основе проведение конкурсного отбора.

В состав Due Diligence может входить (и обычно входят):

- background check (проверка команды),
- правовая экспертиза (легальность бизнеса с точки зрения легальности самой компании и ее деятельности в прошлом, настоящем и будущем),
- экспертиза финансовой отчетности, налоговая экспертиза (комплектность существующих финансовых документов, начисление и выплата компанией налогов с

точки зрения полноты в прошлом, настоящем и будущем),

- экспертиза отчетов и планов компании, в т.ч. маркетинговый due-diligence – независимый взгляд на рынок и бизнес-модель,
- прочие виды (например, техническая, экологическая) в соответствии с отраслевыми особенностями проекта.

### *Состав процедуры тщательного изучения*

- Посещение офиса и/или производства.
- Изучение состояния бизнеса.
- Проверка финансового состояния компании.
- Проверка правового положения компании.
- Изучение налоговой ситуации компании.
- Встречи и беседы с менеджерами.
- Изучение рыночной ситуации.
- Исследование отрасли.
- Определение степени уникальности продукта.

Для «посевого» и венчурного инвестора посещение офиса и/или производства имеет важное значение, поскольку необходимо:

- посмотреть основные составляющие производственного процесса, состояние производственных зданий и оборудования;
- ознакомиться в деталях с производственным процессом, сырьем, полуфабрикатами, оборудованием, складами и основными службами;
- увидеть предпринимателя и топ-менеджеров в их собственной среде, понять, как и в каком стиле они работают с людьми, какое им нравится окружение, интерьеры и т.п.

Для «посевной фазы» процедура Due diligence должна проводиться, однако ее состав может быть упрощен в силу необходимости анализа меньшего объема данных.

Перед заказом экспертиз важен инструктаж привлекаемых внешних экспертов. В техническом задании на due diligence необходимо ясно сформулировать и указать каждому из них его особую задачу и область действий, так же как и график, требуемую глубину анализа, сферу компетенции и степень ответственности, ожидаемую от каждого эксперта.

Отчет по работе экспертов должен быть зафиксирован в письменной форме. Это особенно важно для дальнейших ссылок на этот отчет.

Изучение юридических документов компании или проекта является обязательным условием для перечисления денег фонда в компанию. При этом, как правило, речь идет не о злонамеренности действий компании, а о том, что на ранних этапах существования в любой компании возможны ошибки и недочеты в оформлении корпоративных докумен-

тов, должной регистрации в органах надзора определенных корпоративных действий (прежде всего, решений об эмиссии акций или долей, проспектов их эмиссии и отчетов о размещении).

### «Выход» из проекта

Основная задача сторон инвестиционной сделки – реализовать сценарий «выхода», в ходе которого инвесторы смогут получить прибыль от продажи доли в компании.

Среди основных вариантов выхода:

1. Публичный рынок (в т.ч. IPO).
2. Продажа доли в компании новому инвестору или стратегическому покупателю.
3. Частное размещение (private placement or trade sale).
4. Выкуп доли в бизнесе предпринимателем.
5. Ликвидация с продажей активов.

### Особенность функционирования государственно-частных фондов в мировой практике

В случае необходимости восполнения «провалов рынка», характеризующихся достаточным притоком капитала в стратегически важные высокотехнологичные и наукоемкие отрасли, возможно использование схемы «посевого» и венчурного финансирования с партнерским участием государства и частных инвесторов, реализуемое посредством создания специальных фондов. Эти фонды могут быть организованы на паритетных началах за счет имущественных вкладов, с одной стороны, бюджетных, а с другой – банков, страховых компаний, пенсионных фондов и иных частных финансовых институтов или частных лиц. Такие фонды, как правило, направлены на стимулирование развития «посевого» и венчурного капитала в той или иной «проблемной зоне» или же для поддержки индустрии в целом на ранних этапах ее развития. Однако нужно понимать, что частные инвесторы при этом придерживаются собственных коммерческих или стратегических целей.

Значительную часть фондов с государственным участием составляют полностью государственные фонды, учреждаемые правительством для финансовой поддержки индустриальных стратегий и регионального развития. В мандат этих фондов вменяется ограничение на инвестирование в объекты только выделенных отраслей и регионов.

Также имеются смешанные фонды, управляемые независимо от государства частными УК и не имеющие в своем мандате никаких исходящих от государства ограничений, но получающие специальную правительственную поддержку в виде соинвестирования. Как правило, цель поддержки таких фондов – развитие венчурной индустрии в стране или регионе в целом.

Мировым стандартом практики участия государственного инвестора в управлении портфельной компанией стала четко сложившаяся форма:

- Государственный инвестор и управляющая компания (или эквивалентный ей орган) функционально разделены, при этом роль коммуникатора с портфельной компанией выполняет управляющая компания. Государственный же инвестор в лице уполномоченного органа осуществляет контроль деятельности управляющей компании.
- Представители управляющей компании входят в совет директоров портфельной компании и принимают участие в решении всех вопросов, относящихся к компетенции совета директоров, – разработке стратегии, бюджетов, заключении крупных сделок.
- Представители уполномоченных государственных органов не вовлекаются в операционную деятельность как управляющей компании фонда, так и портфельных компаний, поскольку это приводит к размыванию ответственности управляющей компании за принятие операционных решений по каждодневному функционированию фонда.

Инвестиционные фирмы и фонды «посевого» и венчурного капитала с государственным участием можно разделить на следующие три основные группы.

1. Фонды с частной управляющей компанией, обычно выбираемой на основе тендера.
2. Фонды с государственной управляющей компанией.
3. Инвестиционные институты, не структурированные как классические инвестиционные фонды.

Чисто государственные формы рекомендуются создавать в тех, случаях, когда риски слишком высоки, чтобы привлекать частных соинвесторов.

Основная функция государства в смешанных фондах – леверидж, то есть повышение доходности при снижении рисков частных инвесторов, тем самым достигается повышение финансовой привлекательности отрасли. По такой схеме работали, например, израильская Yozma и британские Regional Venture Capital Funds.

Для фондов с государственным участием могут быть характерны следующие особенности:

1. Подстраховывающая роль государства – государство может отказаться от прибыли сверх необходимого Hurdle в пользу частного инвестора.
2. Ограничения на мандат инвестирования.
3. Ограничения на региональный охват проектов.
4. Ограничения на стадии инвестирования.

Основной стратегией фиксации прибыли выступает также «выход» из проинвестированной компании. При этом, часто допускается такая форма, как выкуп сторонним частным инвестором или соинвестором фонда доли государства в портфельной компании по минимальной доходности, прописанной в документах фонда.

Помимо участия в фондах государство может предоставлять следующие формы прямой поддержки предпринимательства на «посевной стадии»:

1. Предоставление государственных кредитов либо непосредственно проектным компаниям, либо фирмам-инвесторам венчурного капитала.

2. Предоставление связанного кредита проектной компании, по которому предприниматель выплачивает проценты, если проект оказался успешным, и возмещает только часть суммы кредита, если проект не удался. Государственные кредиторы и предприниматель согласовывают размер процента и возмещения при оценке риска и ожидаемого дохода от проекта.
3. Лизинг со стороны государственных организаций.
4. Предоставление грантов компаниям, реализующим высокотехнологичные проекты и получившим средства от фондов. Как показывает практика, предоставление грантов оправдано как на НИОКР, так и на операционные расходы на «посевной» стадии.

Новой весьма эффективной формой господдержки на «посевной» фазе являются различные формы консалтинговой поддержки, а именно, экспертизы инновационных проектов на прединвестиционной стадии, консультационные услуги для проектных компаний фондов, организуемые на государственные средства. Такие меры увеличивают средний уровень подготовленности проектных компаний и снижают риски инвесторов уже на стадии «совместного проживания». Наиболее системной формой поддержки такого рода является комплексная консалтинговая поддержка соискателей инвестиций с возможностью передачи лучших проектов фондам с государственным участием с рекомендацией, а затем – последующая поддержка портфельных компаний фондов<sup>1</sup>. Подобную поддержку можно разворачивать «под крышей» управляющей компании самого фонда.

---

<sup>1</sup> В России по такой схеме работает, Generation S РВК, ФРИИ, РАВИ и другие участники инфраструктуры.

## Особенность функционирования государственно-частных фондов в мировой практике

---

Распространенными формами поддержки выступают:

- акселерационные программы, готовящие для фондов с государственным участием проектные компании, соответствующие их мандатам, и приходящие из «проблемных зон»;
- бухгалтерский, юридический, маркетинговый и прочие виды консалтинга проектных компаний;
- мероприятия, направленные на повышение уровня владения проектными командами ситуациями на целевых рынках (форсайты, встречи с ведущими экспер-

тами рынка, встречи с корпорациями-потребителями технологий и продукции проектных компаний);

- мероприятия, направленные на продвижение продукции проектных компаний на целевые рынки;
- мероприятия, направленные на PR и продвижение проектных компаний и их продукции за рубеж.

Эти мероприятия могут выполняться при активном участии команды фонда, ориентированной на ту или иную «проблемную зону» рынка, или же отдельно от нее независимыми агентствами.

### Проблематика запуска и функционирования фондов с госучастием на раннем этапе развития венчурного капитала

В мировой практике формы работы государственных и государственно-частных фондов могут варьироваться в зависимости от регионов, их потребностей и уровня развитости.

Развертывание программ «посевого» и венчурного (co) финансирования сопровождается мерами инфраструктурного содействия высокотехнологическим компаниям региона.

Основной проблемой запуска «посевной» и венчурной индустрии на уровне государств или регионов является недостаточно быстрое возникновение положительной обратной связи, когда успех фондов с госучастием, выраженный в количестве и объеме успешных выходов порождает формирование новых фондов и новых сделок. Основная причина этого – недостаточный коммерческий успех проинвестированных компаний «первой волны», отдаленность их от рынка, отсутствие условий для роста капитализации проинвестированных компаний и конверсии рыночного успеха в деньги. То есть фонды работают либо по «неправильным» инвестиционным критериям, либо же включают в свой портфель инвестиционно «неготовые» компании, «довольствуясь тем, что есть» на рынке. Часто бывает так, что проблема заключена не в самом фонде, а в отсутствии мандата управляющей компании на поиск в тех областях, где есть коммерчески привлекательные бизнесы, и на «доподготовку» найденных проектных компаний до уровня инвестиционной годности.

Второй проблемой является недостаточно слаженная цепочка взаимосвязей между основными образующими инновационной

экосистемы, гармоничное взаимодействие которых и порождает инвестиционно привлекательные стартапы. Венчурные и «посевные» фонды, и особенно фонды с госучастием, являются частью инновационной экосистемы страны или региона, и поэтому их недопустимо рассматривать обособленно от других институтов поддержки стартапов.

В настоящее время широкое распространение получила модель «тройной спирали» американского профессора Стэнфордского университета Г. Ицковица<sup>2</sup>, описывающая взаимодействие государства, бизнеса и науки. В основе модели - формирование экосистемы, способной порождать независимые предпринимательские компании на основе разработок ученых, инженеров и студентов.

Постулат модели «тройной спирали» - необходимость взаимодействия трех компонент для развития инновационной системы, а именно действующего бизнеса, науки и форм государственной поддержки, включая сетевое взаимодействие участников из разных секторов друг с другом. Суть «тройной спирали» - не просто наличие всех трех компонент, а их оптимальная сонастройка в рамках взаимодействия с венчурной экосистемой.

---

<sup>2</sup> Ицковиц Г. Тройная спираль. Университеты — предприятия — государство. Инновации в действии. ТУСУР, 2012

## Проблематика запуска и функционирования фондов с госучастием на раннем этапе развития венчурного капитала

---

Выделяют следующие факторы успешности создания и развития инновационных фирм в государстве или регионе:

Трудовые факторы:

- Ученые и инженеры объединены в формальные и неформальные сети, через которые они взаимодействуют с сектором государственных предприятий и бизнесом.
- Существуют устойчивые и стабильные исследовательские группы в областях потенциальной коммерциализации.
- Есть тенденция ученых и инженеров к объединению и созданию собственных фирм, в т.ч. через механизмы инновационной инфраструктуры.

Материальные факторы:

- Доступ в регионе к «посевному» капиталу (встроенность «посевого» капитала в региональную экосистему).
- Возможность аренды недорогих офисных или производственно-лабораторных помещений для предприятий, в т.ч. на территории уже действующих предприятий или университетов.
- Возможность покупки или аренды оборудования, начиная от компьютеров и заканчивая опытными линиями.

Организационные факторы:

- Возможность для ученых и инженеров получить образование в области ведения бизнеса или же контакты с людьми, обладающими данными навыками. Например, таким источником знаний или кадров может быть школа бизнеса, которая оказывает консалтинговые услуги или имеет в программе курсы по предпринимательству, в т.ч. по составлению бизнес-планов.
- Политика ВУЗов, направленная на поощрение взаимодействия студентов с бизнес-сообществом.

- Наличие прикладных исследовательских центров и инкубаторов, которые способствуют развитию молодых фирм и выступают в качестве связующих звеньев между академическими учеными и бизнесом.
- Комфортность региона для проживания приезжающих из других регионов специалистов и предпринимателей.

### Механизмы преодоления рыночных ограничений

Как показывает мировая практика (США, Великобритания, Израиль, Сингапур, Китай), своевременное и обильное поступление государственных средств стимулирует «перелив» частного капитала в «посевной» и венчурный сектор. Тем самым, государство берет на себя часть рисков инвестора при том, что инвестиционные стратегии этих новых фондов отражают желаемый для государства результат, одновременно учитывая и реалии среды и рынка. Не менее важно необходимое государственное содействие инфраструктурного характера и содействие перетоку профессионалов из чистой науки или сферы разработок в малый инновационный бизнес, что полностью соответствует идеологии «тройной спирали».

Важным направлением стало финансирование создаваемых «посевных» и венчурных фондов с участием государственного капитала из государственного бюджета либо внебюджетных фондов. Данные по объему собранных различными государственно-частными формами партнерства финансовых ресурсов приведены в табл. 1. Анализ этих данных позволяет сделать вывод о значительном разнообразии механизмов сотрудничества государства и частных инвесторов при формировании венчурных экосистем ЕС в 2000-2005 годах (на стадии развития сходной с той, где находится сейчас Россия).



## Проблематика запуска и функционирования фондов с госучастием на раннем этапе развития венчурного капитала

Ресурсы	Франция	Ирландия	Великобритания	Израиль	Германия
<b>Государственно-частные программы сотрудничества</b>					
Финансирование из государственного бюджета (1)	188	172	29	66	250
Государственное финансирование из внебюджетных средств (2)	143	-	29	-	250
Участие частных инвесторов (3)	-	-	153	-	-
Общий объем финансирования (4)	331	172	182	66	500
<b>Венчурные фонды, созданные при помощи государственно-частных программ</b>					
Объем финансовых ресурсов в управлении (5)	1718	546	2449	172	-
Количество созданных фондов	45	30	9	10	-
Доля государственного бюджета в объеме ресурсов под управлением венчурных фондов, %	10,7	31,5	1,2	38,4	-
Доля государственного финансирования в объеме ресурсов под управлением венчурных фондов, %	19,3	31,5	2,4	38,4	-
Общая доля финансирования венчурных фондов за счет государственно-частных программ сотрудничества, %	19,3	31,5	7,4	38,4	-

**Таблица 1. Финансовые ресурсы, аккумулированные в рамках различных форм партнерства государства и венчурного бизнеса (в млн. евро), 2005г.<sup>3</sup>**

К настоящему моменту у руководства США также выработано четкое понимание, что уровень венчурной и в особенности «посевной» экосистемы за пределами Массачусетса и Калифорнии существенно отстает в своем развитии от лидирующих штатов, и поэтому на региональном уровне был развернут ряд инициатив для исправления ситуации.

- **Государственные фонды некоторых штатов.** Наиболее успешным признан фонд в Мериленде. Фонд инвестирует в высоко-

технологичные инновационные компании в различных отраслях, включая ПО, коммуникации, системы защиты от киберпреступности, а также биотехнологии в областях здравоохранения, медицинских устройств и диагностики. Известен и Международный Фонд Кливленда, который с 2010 года финансирует инвестиционные проекты, направленные, прежде всего, на промышленные разработки, многофункциональные сооружения и здравоохранение

<sup>3</sup> Э. А. Фияксель, Е. М. Рогова, Е. А. Ткаченко. Венчурный менеджмент: учебное пособие, 2011

## Проблематика запуска и функционирования фондов с госучастием на раннем этапе развития венчурного капитала

Основной проблемой в США в деятельности таких фондов является отступление при выборе объектов инвестиций от стратегий, направленных на рост капитализации портфельных компаний, в пользу чисто инфраструктурной поддержки интересных с научной точки зрения проектов.

- **Региональное соинвестирование в фонды частных УК.** Здесь основным «узким местом» выступили региональные ограничения на инвестиции, связанные с требованием очень жесткой привязки компании к региону, не самому благополучному с инновационной точки зрения. Успех был достигнут лишь в некоторых штатах, особенно в Огайо и Пенсильвании, где в качестве государственного соинвестора выступали пенсионные фонды штатов.
- **Налоговые кредиты,** распространяющиеся как на компании, так и на инвесторов.
- **Государственная поддержка создания сетей бизнес-ангелов** (особенно успешны созданные по инициативе правительств штатов сети в Айове и Миннесоте).

Выделяются следующие основные модели сотрудничества.

**1. Модель общестранового «фонда фондов»** – государство формирует фонд (финансирование из государственного бюджета либо внебюджетных фондов), средства которого распределяются впоследствии по регионам, где создаются региональные «посевные» или венчурные фонды с участием частных инвесторов (либо по отраслям, где создаются отраслевые фонды, также с участием частного капитала). Для управления средствами фонда фондов создается управляющая компания, которая обычно является государственной (группа Yozma в Израиле в первый период своего существования, Enterprise Ireland в Ирландии). В большинстве стран управляющие компании осуществляют также прямые инвестиции в компании, находящиеся на стадии создания либо раннего развития, выступая в качестве их миноритарных акционеров.

Модель «фонда фондов» получила широкое распространение во всех странах, правительства которых ставили целью повышение инновационной активности за счет партнерства государства и венчурного капитала. Результаты ее применения различны, однако, успешность этой модели в таких странах, как Ирландия, Израиль, Финляндия, Великобритания, позволяет говорить о целесообразности ее применения.

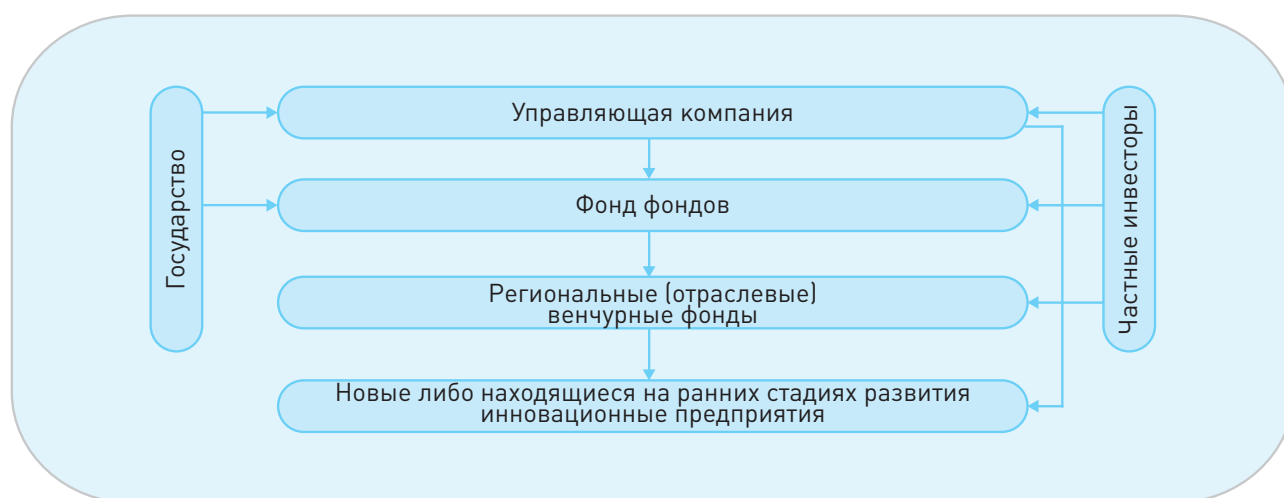


Рисунок 3. Модель «фонда фондов»

### *Пример: венчурная индустрия Израиля*

В 1990 годы в Израиле сложилась ситуация наличия переизбытка высококлассных специалистов иммигрантов, многие из которых выехали из стран бывшего СССР. На волне успеха американской венчурной индустрии 1990-х было принято решение о создании своей национальной индустрии. После провала первых неудачных программ стимулирования (через государственные управляющие компании, предлагавшие избыточно жесткий подход к регулированию деятельности проинвестированных компаний) было решено сделать минимальным отрыв программы от рынка, а именно:

- Организовать поток государственных вложений через «фонд фондов».
- Привлечь к управлению фондам частные управляющие компании (в т.ч. американские).
- Поддерживать компании, ориентированные на глобальный рынок.
- Ориентировать управляющие компании на использование механизмов IPO на NASDAQ.
- Установить взаимосвязи управляющих компаний с предпринимательской экосистемой ВУЗов, в частности бизнес-инкубаторами.

Взнос государства в венчурный фонд Yozma составил 100 млн долл., еще 178 млн. долларов вложили частные инвесторы. Всего же было создано 10 государственно-частных фондов, капитал которых после выхода из проектов составил 7,8 млрд долл.. Израиль, начав в 1992 году программу Yozma, за 14 лет увеличил свой технологический экспорт с 2,5 до 11 млрд долл. Синхронно в Израиле появилось множество бизнес-инкубаторов и технопарков, причем многие из них были в ВУЗах и научных учреждениях.

Начав в начале 90-х гг. со скромной цифры – 2 фонда венчурного капитала – к концу 90-х годов Израиль насчитывал уже порядка 70 фондов рискованного капитала, а также 2 000 наукоемких фирм, 40 из которых котируются в американской системе NASDAQ.

Результаты деятельности Yozma за период 1997–2003 гг. (на этапе реализации программы «фонда фондов») могут быть охарактеризованы следующими данными:

- при объеме государственного финансирования 100 млн долл. было собрано венчурного капитала на 8 500 млн. долл. в региональных венчурных фондах, при этом 6 500 млн долл. было проинвестировано (вложено в высокотехнологические предприятия и инновационные проекты);
- создано 2 500 высокотехнологических фирм, из которых 126 предприятий прошли через процедуру первоначального публичного предложения акций (в том числе 3 компании на NASDAQ), 75 компаний было приобретено мультинациональными корпорациями;
- за рассматриваемый период доля информационных и коммуникационных технологий в израильском экспорте возросла до 54%, доля затрат на НИОКР гражданского назначения в ВВП составила 4,8%, что является самым высоким показателем в мире.

Успех модели Израиля состоит в том, что при ее запуске было уделено внимание формированию не только финансового рычага, но и оптимальной настройки всей «тройной спирали», а именно взаимодействию бизнеса-науки-государства при формировании и финансировании стартапов, включая развитие инновационной инфраструктуры.

Программа, аналогичная израильской была осуществлена и в Бразилии. Бразильским инновационным агентством (FINEP) и Мно-

госторонним инвестиционным фондом (MIF) Межамериканского банка развития было принято решение об объединении своих усилий по разрешению данной проблемы и инициирования программы INOVAR.

Среди основных особенностей Программы INOVAR следует выделить следующие:

1. В рамках Программы были организованы периодические встречи инвесторов (Коллегия Фондов INOVAR), на которых ими проводился анализ деятельности частных управляющих компаний, представивших свои предложения, и оценка инвестиционных рисков. Результаты оценки с отзывами доводились в письменном виде до полных партнеров, что способствовало успешному развитию всего сектора.
2. Образовательные форумы INOVAR, предназначенные как для предпринимателей, так и представителей инвесторов (обычно – генеральных партнеров). Перспективным предпринимателям была предоставлена возможность изучить тонкости привлечения денежных средств и подготовки бизнес-планов, требующихся к представлению потенциальным инвесторам, которые также проходили обучение в рамках Программы.
3. Учебные программы по вопросам венчурного капитала, цель которых состояла в ознакомлении бразильских венчурных компаний и инвестиционных институтов (в основном – пенсионных фондов) с передовым опытом в данной области и оценкой инвестиционных рисков.

В период с начала работы Программы INOVAR в 2001 г. и ее завершением в конце 2011 г. был достигнут существенный прогресс в решении проблем, выявленных в инвестиционной экосистеме Бразилии. С первоначальных 4 (одним из которых был пенсионный фонд) число партнеров Программы увеличилось в 2012 г до 17, 11 из которых были пенсионными фондами страны. При этом в число партнеров Программы вошли все 5

крупнейших пенсионных фондов Бразилии. За это время было изучено 220 предложений управляющих компаний, по 110 из которых была проведена оценка инвестиционных рисков. Агентством было отобрано 24 инвестиционных фонда, в которые им было инвестировано средств на общую сумму в 416 млн реалов (приблизительно 250 млн долларов США). Этим 24 фондам удалось привлечь средства партнеров с ограниченной имущественной ответственностью (включая FINEP, MIF, INOVAR и прочих инвесторов) на общую сумму в 2 млрд долл. США.

Участие в программе помогло 56 предприятиям получить посевные инвестиции и венчурный капитал на сумму около 55 млн долл. США. Среднее число участников форумов по вопросам посевного инвестирования и семинаров для бизнес-ангелов составило около 90 человек, примерно половину от общего числа которых составили частные инвесторы. Еще до завершения Программы некоторые из ее функций были переданы другим учреждениям. Так, Ассоциация венчурного капитала (ABVCAP) приняла на себя работу по управлению сайтом по вопросам венчурных инвестиций и проведению форумов. В целях создания самостоятельной экосистемы венчурного капитала INOVAR уделило серьезное внимание инфраструктурной поддержке предприятий, нуждающихся в посевном капитале и инвестициях начального этапа.

Опыт, который можно признать лишь частично-удачным – это программа [Industrial Technology Research and Development Budgets Funded Venture Capital Fund](#), развернутая в 2007 году в Китае, которая финансировалась из бюджетных средств, отведенных под программы коммерциализации технологий. В государственную управляющую компанию были приглашены менеджеры венчурных фондов, имевшие положительный опыт в частном секторе. Задачей фонда было именно финансирование малых инновационных предприятий в секторе высоких технологий.

## Проблематика запуска и функционирования фондов с госучастием на раннем этапе развития венчурного капитала

Однако, важнейшим критерием наряду с коммерческой эффективностью портфельной компании выступал фискальный эффект и социальная и научная значимость проектов. Нетождественность задач агентства тем, что характерны для стандартного частного венчурного фонда, не позволила раскрыться потенциалу управляющей команды, и в результате доходность фонда не дотянула до целевых значений. Очень часто, средства ITRDBFV были единственными инвестициями для портфельных компаний, и отсутствие частных соинвесторов не создавало стимулов для проектных компаний достигать высоких значений капитализации. Несмотря на то, что программа была направлена на сектора, недофинансированные со стороны частного венчурного капитала, основной причиной провала стал не выбор секторов, а ориентация на некоммерческие, инфраструктурные показатели, что не стимулировало нахождения проектов, способных принести максимальный коммерческий «выхлоп».

2. Модель «пилотного региона» применяется в странах с неравномерным региональным экономическим развитием. В данном случае возможны две стратегии, используемые, как правило, параллельно.

*Первая стратегия. Регион «опережающего развития».* Государственный или государственно-частный венчурный или «посевной» фонд (с финансированием как из государ-

ственного бюджета, так и из бюджета региона, а также из средств частных инвесторов) создается в наиболее экономически развитом районе страны. Под давлением конкуренции и в поиске перспективных объектов для инвестирования происходит экспансия венчурного капитала и в другие регионы. Таким образом, осуществляется стратегия рыночного «вытягивания» (market pull) менее развитых регионов за счет капитала из развитых регионов (рис. 4). Помимо прямого финансирования региональные власти также используют и косвенные меры поддержки региональных фондов, такие как система гарантий и налоговые льготы.

В качестве примера деятельности таких фондов в пилотных развитых регионах можно привести фонд NEXT, созданный в наиболее развитом районе Италии – Ломбардии. Фонд управляется государственно-частной управляющей компанией Finlombardia, учредителями которой выступают Торгово-промышленная палата Милана, Консорциум итальянских банков, в том числе Банк Италии, Правительство Ломбардии и Консорциум университетов и центров технологического трансфера региона. Целью фонда является «развитие рынка венчурного капитала в Ломбардии, ориентированного на инновации, коммерциализацию новых технологий, а также повышение конкурентоспособности региона».

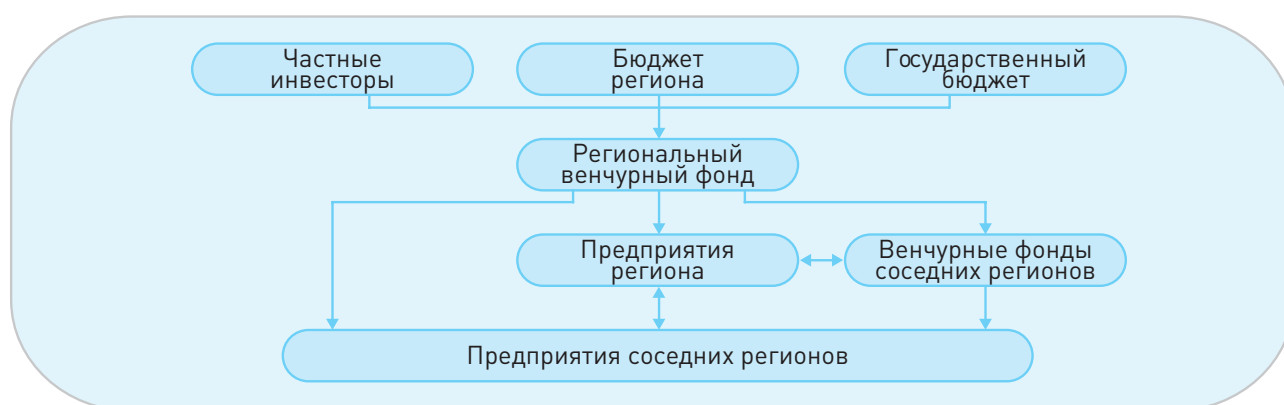


Рисунок 4. Модель «пилотного региона» с «рыночным вытягиванием»

На аналогичных принципах действует венчурный фонд FonsInnocat, управляемый государственно-частной компанией Highgrowth в испанской Каталонии. В качестве инвесторов, помимо Правительства Каталонии и банков, выступает ряд предприятий региона, а также региональный Союз инженеров и Европейский инвестиционный фонд.

Тем самым происходит ускоренное формирование стартапов в условиях сильного бизнес-сообщества и действующей инновационной инфраструктуры, а также постепенное распространение всей экосистемы по близлежащим регионам. В то же время стартапы, образовавшиеся в слабых в предпринимательском отношении регионах могут перетекать в сильные экосистемы.

*Вторая стратегия. «Подталкивание депрессивных регионов».* Государственно-частный фонд (и система гарантий для венчурных и «посевных» инвесторов) создается в депрессивном регионе, где венчурный капитал играет роль катализатора для формирования высокотехнологичных инновационных кластеров. Таким образом, происходит «технологическое подталкивание» (technology push) депрессивного региона за счет венчурного капитала. Успех такой политики зависит от четкости проработки государственной и региональной экономической, промышленной, инновационной политики, куда входит и государственный заказ на инновационную продукцию.

В качестве примеров успешной реализации таких программ можно привести Тулузу во Франции, Сардинию в Италии. В этих регионах фонды работают в рамках комплексных программ поддержки предпринимательства и мер по выращиванию экосистем на слабом базисе. В таких регионах активно проводятся обучающие программы, государственные инициативы по созданию сообществ бизнес-ангелов, например, серия мероприятий France Angels, проведенных в различных регионах, в том числе отстающих, за счет государства. По данным EBAN, во Франции работает уже свыше 63 сетей бизнес-ангелов.

**3. Модель «инвестиционных компаний»**, создаваемых и управляемых частными инвесто-

рами, использующими в своей деятельности средства федеральных министерств и ведомств на конкурсной основе. Эти компании действуют на принципах венчурного бизнеса и часто служат катализатором для роста как инновационной активности в регионах, так и внимания к ней со стороны органов регионального управления. Они также выступают посредниками, обеспечивающими доступ малых исследовательских компаний к средствам федерального бюджета при условии участия их в реализации государственных целевых программ. Такой программой была SBIC в США, а именно поддержка компаний, инвестирующих в малый бизнес ранней стадии развития.

Программа была инициирована Конгрессом США в 1958 г. с целью оказания финансовой помощи малым и средним предприятиям в период их старта, роста и последующего расширения рисковым (венчурным) и инвестиционным капиталом. Структура программы уникальна тем, что каждая компания, использующая SBIC, находится в частном владении. В рамках этой программы правительство США через SBIC предоставляет доступ к государственному финансированию молодым растущим компаниям при условии одновременного привлечения средств со стороны частных инвесторов в соотношении 2:1 или 3:1, то есть две или три части капитала должны происходить из частных источников.

С 1958 г. по 2004 г. (включительно) в рамках программы SBIC было проинвестировано свыше 97 тыс. малых предприятий на общую сумму свыше 43 млрд долл. США. Самым распространенным видом финансовой поддержки в рамках программы SBIC являются инвестиции объемом до 750 тыс. долл. США, по которым SBA может предоставлять гарантии. Инвестиции осуществляются сроком до 10 лет для вложения в активную часть фондов (оборудование, технологии и т. п.) и до 25 лет — для вложения в здания и сооружения. Однако в определенных случаях инвестиции могут быть увеличены на 50—70%. За 2011 г. В рамках данной программы было профинансировано около 1300 малых предприятий на общую сумму более 1,8 млрд долл. США.

## Проблематика запуска и функционирования фондов с госучастием на раннем этапе развития венчурного капитала

### «Посевные фонды» как часть инфраструктуры и ее катализаторы

Рост малых инновационных предприятий возможен лишь в условиях правильной настройки и наличия основных компонент «тройной спирали». Рецепт по Г. Ицковицу является создание так называемого пространства «тройной спирали», состоящего из трех основных компонент:

1. Пространство знаний – возможность сотрудничества различных носителей знания и разработок для осуществления совместных проектов.
2. Пространство взаимосвязей – наличие инфраструктуры, платформы или проектного поля, где бы различные стороны инновационного процесса могли действовать совместно.
3. Пространство финансирования – своевременное обеспечение инновационных проектов всеми необходимыми финансовыми ресурсами.

Создание пространства «тройной спирали» может стать результатом проведения **системы мероприятий**, и поэтому выделяется **роль регионального организатора инноваций**, который смог бы взять на себя роль их координатора. В отсутствие сильной региональной инновационной политики катализатором мог бы стать **сам фонд, представляющий финансовую сторону**. В части организационных мероприятий управляющая компания фонда могла бы стать инициатором следующих мер:

- Установление контактов с другими венчурными фондами и фондами «посевого» финансирования и региональным бизнес-ангельским сообществом (вплоть до организации подобного сообщества).

- Партнерство с ВУЗами в части развития бизнес-инкубаторских программ и курсов предпринимательства.
- Реализация акселерационной программы или же других форм подготовки проектных компаний, или же партнерство с такой программой.
- В случае необходимости – усиление проектных компаний специалистами из региональных ВУЗов и НИИ, в т.ч. студентами.
- Налаживание связей с арендодателями офисных и производственных площадей, которые могли бы быть переданы портфельным компаниям.
- Помощь потенциальным и действующим сотрудникам портфельных компаний в переезде в регион и обустройстве там.

Тем самым, в условиях отсутствия в регионе на должном уровне развития механизмов «тройной спирали», управляющая компания фонда может взять определенную роль по созданию этих механизмов на себя, причем, в первую очередь, развернуть комплекс малобюджетных мер по налаживанию взаимосвязей между всеми сторонами процесса. В регионах, где имеется большой поток качественных проектных предложений, государственный фонд может довольствоваться входным потоком от частных соинвесторов, тогда как в менее благополучных регионах действия управляющей компании фонда по формированию потока проектных компаний должны отличаться большей активностью.

Вместе с тем, основным стимулом деятельности управляющей компании фонда должно оставаться стремление достигнуть максимально возможного коммерческого результата за счет роста капитализации проектных компаний.

Государственный или государственно-частный фонд может выступать эффективным катализатором развития инновационной инфраструктуры региона.

В зависимости от потребностей региона формы организации фондов могут существенно варьироваться.

Основным мандатом фонда с госучастием должно выступать инвестирование (соинвестирование) с целью роста капитализации портфельных компаний и фиксирования прибыли на «выходе», но он не должен слишком жестко ограничиваться.

### Фонды ранних стадий с участием государственного капитала в России

Одним из основных трендов последнего времени является активное присутствие активности государства в индустрии прямых и венчурных инвестиций, что во многом определяет конфигурацию рынка в целом.

На рынке «посевого» инвестирования России действуют следующие категории игроков:

- **Специализированный институт развития** – ОАО «Российская венчурная компания», выступающая в роли инвестора государственно-частных венчурных фондов (ЗПИФ ВИ РВК), трех инфраструктурных фондов - Посевого фонда РВК, Инфрафонда РВК, Биофонда РВК, соинвестором в иностранные фонды венчурного капитала, координатором, наряду с РАВИ, программ создания инфраструктуры «посевого» и венчурного инвестирования в РФ.
- **Федеральные институты развития** («Фонд Сколково», Фонд Содействия, ФРИИ).
- Государственно-частные венчурные фонды, созданные с финансовым участием РВК и Роснано, многие из которых осуществляют инвестиции, близкие по формату к «посевным».

#### Совместная программа федерального и регионального уровня

- Государственно-частные фонды (РВФ МЭР), созданные по инициативе МЭР (50% частный капитал, 25%- взнос РФ, 25% - субъект РФ) и региональные Фонды содействия развитию венчурных инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере, роль которых до недавнего вре-

мени сводилась к роли региональных соинвесторов в венчурные фонды субъектов РФ, и которые являются по форме некоммерческими организациями (далее - НКО).

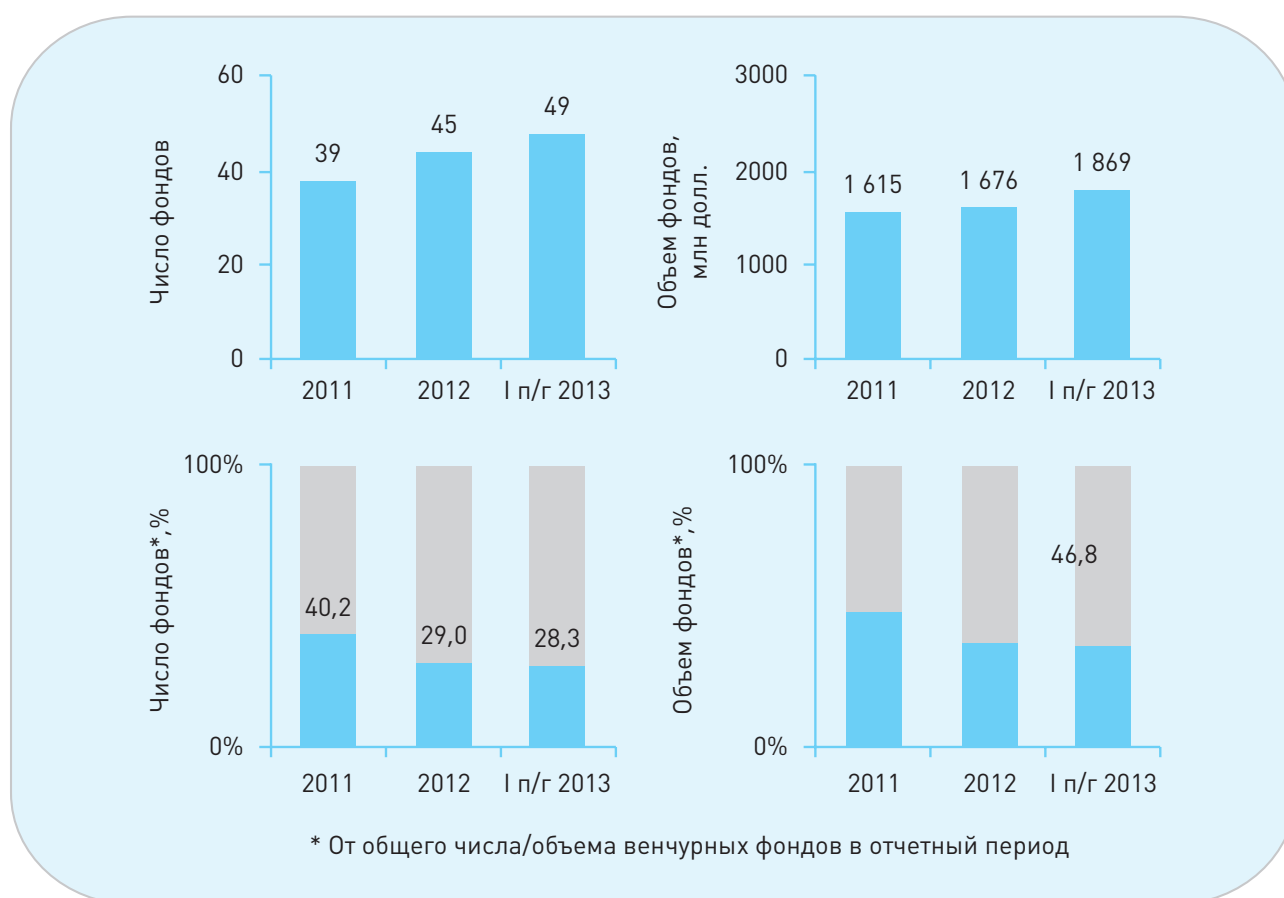
#### Инициативная активность регионов

- Региональные фонды (Инвестиционно-венчурный фонд Республики Татарстан, Moscow Seed Fund, «Фонд предпосевных инвестиций» г. Санкт Петербурга), имеющие мандат непосредственного инвестирования в инновационные компании ранних стадий от самих регионов.

Исходя из классификации можно видеть, что в соответствии с мировой практикой в России созданы и функционируют разнообразные типы фондов и институтов «посевого» финансирования с государственным участием, при этом деятельность каждого направлена на решение своих целей и задач.

По данным РАВИ на конец 2013 года, число действующих фондов с участием государственного капитала составляло не менее 53 с общей капитализацией не менее 7,35 млрд долл. В это число входят как фонды со 100%-ным государственным капиталом, обеспеченным средствами федерального или региональных бюджетов, так и фонды, созданные в рамках различных программ государственно-частного партнерства (инициированных местными региональными властями, федеральными министерствами и институтами развития). При этом фонды с участием государственного капитала составили около четверти от общего объема действующих фондов на рынке и несколько меньшую долю по числу (чуть более 15%).





**Рисунок 5. Число и объемы венчурных фондов с участием государственного капитала**

Поскольку ЗПИФ ВИ РВК и РВФ МЭР активно участвуют в финансировании «посевной» фазы, то анализ предпочтений данных фондов существенен для анализа «посевного» сектора.

Управляющие компании фондов ОАО «РВК», созданных в форме закрытых паевых инвестиционных фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций (ЗПИФ ВИ РВК), совокупно имели под управлением порядка 630 млн. долл. В 2013 году средний размер инвестиций указанных фондов РВК был несколько выше, чем РВФ МЭР: по имеющимся данным, инвестиции получили 19 компаний (столько же было в 2012 году) на общую сумму около 38 млн. долл. (что уступает показателям 2012 года – около 43 млн долл.). **Практически все**

**инвестиции фондов ОАО «РВК» в 2013 году** пришлось на компании, находящиеся на посевной и начальной стадии развития, за исключением двух сделок.

Анализ отраслевых предпочтений РВФ МЭР и ЗПИФ ВИ РВК за 2013 год показывает, что с точки зрения объемов вложенных средств указанные фонды сосредоточили свои основные инвестиционные усилия в достаточно широких перечнях отраслей, причем отраслевой спектр проинвестированных компаний в целом совпадает. Заметен переход с сектора ИТ на более проблемные сектора био- и промышленных технологий.

Если ранее в отраслевом распределении объемов инвестиций РВФ МЭР на первое место вышел сектор ИКТ (почти 40% от общего

объема инвестиций указанных фондов), то в текущем отчетном периоде перевес оказался на стороне отрасли химических материалов (тоже почти 40%). В 2013 году отрасль ИКТ расположилась на втором месте (около 30% от общего объема инвестиций), а на третьем месте находились отрасли, относящиеся к классификационной разновидности «Другие» с результатом примерно 20%.

Фокус отраслевых предпочтений фондов ЗПИФ ВИ РВК претерпел определенные изменения. Так, на первом месте расположилась отрасль электроники – около 24% (в 2012 году инвестиции в области электроники, будучи сопоставимыми в абсолютной величине, составляли чуть более 20% от общего объема инвестиций). Неоспоримый лидер 2012 года – отрасль ИКТ – в 2013 году делит второе место с отраслью медицины/здравоохранения; доля каждого в общем объеме инвестиций в отчетном периоде составляет приблизительно 19%. Третье место занимает отрасль компьютеров – на ее долю приходится около 16% от общего объема инвестиций.

В 2013 году активно продолжалась деятельность кластерных фондов РВК. В целом, совокупный целевой объем трех кластерных фондов РВК составляет порядка 180 млн долл. Кластерные фонды осуществили в 2013 году инвестиции в 23 портфельные компании (против 27 в 2012 году), сохранив численное превосходство инвестиций на венчурных стадиях. Таким образом, уступая по совокупному объему инвестиций РВФ МЭР и ЗПИФ

ВИ РВК примерно в 2 раза (около 24 млн долл), по числу осуществленных инвестиций кластерные фонды примерно на треть превысили аналогичный показатель указанных фондов. При этом около 62% инвестиций кластерных фондов осуществлялось в компании на посевной и начальной стадии развития (в 2012 году – около 85%). Доля инвестиций на указанных стадиях составила 70% от их совокупного числа. Среднее значение объема инвестиций кластерных фондов в 2013 году (около 1,04 млн долл.) было почти в 2 раза меньше, чем значение аналогичного показателя ЗПИФ ВИ РВК (2 млн долл.) и ненамного превосходило среднее значение инвестиций РВФ МЭР (0,84 млн долл.).

Основная доля от объема инвестиций кластерных фондов РВК в 2013 году пришлось на отрасли биотехнологий (около 30%), медицины/здравоохранения (примерно 22%), а также ряд отраслей, относящихся к классификационной разновидности «Другие» (около 22%). Доля компаний, проинвестированных в секторе ИКТ, составила около 13%, в отраслях энергетики и химических материалов – соответственно 9% и 4%.

Несмотря на существенные объемы капитала можно говорить лишь об ограниченном успехе созданных фондов и компаний, поскольку в России известно лишь считанное число «выходов» из профинансированных компаний, а основной критерий успеха индустрии – число и объем «выходов».

В настоящее время государственные и государственно-частные фонды аккумулируют в себе значительные объемы капитала и активно работают на рынке «посевной фазы».

Данный сектор все еще находится в состоянии становления, о чем говорит малое число «выходов» фондов, известных или крупных историй «успеха».

### Барьеры развития венчурного и «посевного» финансирования в России

Наблюдаемая скромная динамика объясняется множеством факторов, сдерживающих развитие сегмента. Ниже описаны основные барьеры как на пути создания эффективного портфеля инвестиций (пула проинвестированных компаний), так и на пути организации деятельности фонда.

Этот класс проблем уже не касается ряда направлений ИТ-сектора, быстрое развитие которого подстегивается рынком, растущим с темпами более 10-15% в год по таким сегментам, как игры, электронная коммерция, облачные решения. Эти сектора в настоящий момент можно считать достаточно зрелыми с достаточным наличием частного капитала и значительным количеством квалифицированных игроков. Однако для большинства других сегментов высокотехнологической экономики ситуация кардинально иная.

### Барьеры на пути формирования эффективного инвестиционного портфеля

- **Малое количество инвестиционно-годных компаний.** Региональные фонды сталкиваются с тем, что большинству компаний, попадающих в их портфель, обычно сразу же нужно доформировывать команду и менять стратегию. Для многих из них стратегия роста капитализации и «выхода» не являются хорошо проработанными и обоснованными, финансовые модели зачастую отражают процесс получения операционной прибыли как основу деятельности компании, стоимость на «выходе» даже не рассчитывается. После включения компаний в портфель ряд УК фондов сталкивается с необходимостью «ручного» управления ими, в т.ч. включая постановку продаж и организацию встреч с клиентами. К этой же проблематике примыкает и ментальная сложность, со-

стоящая в том, что коллективами ученых и разработчиков денежные средства фонда воспринимаются как грантовые, финансовая отдача на которые необязательна. За инвестиционно-готовые же компании наблюдается конкуренция между УК, переманивание из одного региона в другой.

- **Локальный и региональный характер портфельных компаний.** Зачастую они представляют собой либо малые инновационные предприятия для коммерциализации научно-технических разработок, ориентированных на региональные рынки, или же региональные ИТ-стартапы, либо же в лучшем случае ИТ-стартапы ориентированные на российский рынок, но еще не интегрированные в федеральную экосистему, и делающие первые шаги на уровне региона. Многие ВУЗы, технопарки, бизнес-инкубаторы также генерируют компании, которые ориентированы на локальный, а не на глобальный или даже федеральный российский рынок. Инвестируя в эти компании, фонды не имеют возможности привлечь деньги следующего раунда от столичных инвесторов.
- **Маркетинговая слабость портфельных компаний.** Постановка маркетинга и продаж хай-тек продукции портфельных компаний не может считаться удовлетворительной в большинстве портфельных компаний, даже если первые продажи были успешно начаты. Продукт, предназначенный к серийной отгрузке часто не конкурентоспособен. Наблюдается недостаточное знакомство с международными отраслевыми стандартами – российский продукт выходит на рынок неготовым к внедрению, так как не соответствует «писаным» и «неписаным» стандартам. В силу замедленного развития хай-тек (особенно вне рамок ИТ-сектора) по сравнению с другими отраслями экономики опыт

хай-тек маркетинга накапливается в большинстве регионов медленно.

- **Слабость индустриальных экосистем.** В ряде высокотехнологических отраслей России (таких, например, как невоенное машиностроение), которые могли бы выступить драйверами спроса на инновационные решения и комплектующие, наблюдается спад или малые темпы роста. Это не способствует развитию как общего спроса на продукцию инновационных компаний, так и механизмов аутсорсинга заказов малым предприятиям. Это негативно отражается на перспективах портфельных компаний, ориентированных на B2B рынок.
- **Слабость производственных цепочек в индустриях портфельных компаний.** Эта проблема также вытекает из общей неразвитости хай-тек индустрии. Компаниям сложно найти качественного поставщика или субподрядчика, который был бы способен работать в полном соответствии со стандартами, и был бы в состоянии в сжатые сроки нарастить поставки от малых к крупносерийным. Это также объясняется общей неразвитостью хай-тек индустрии, замедленными темпами ее развития в предыдущие годы. Данный фактор существенен при попытках портфельных компаний масштабировать свое производство.
- **Сложность привлечения кредитных ресурсов для развития малого и среднего бизнеса по мере расширения компаний** (по мере снятия рисков кредиты наряду с венчурными и прямыми инвестициями могут выступать эффективным финансовым плечом для растущих компаний) в силу неготовности банков работать с подобными проектами, особенно в регионах.
- **Вопросы прав на разработки и ОИС.** Многие разработки находящиеся в поле инте-

ресов региональных фондов принадлежат местным НИИ или ВУЗам, не желающим передавать свои разработки в собственность проектной компании. Для фондов и их частных соинвесторов в особенности, представляется рискованной сама возможность работы с вузовскими МИП, где сосредоточена существенная часть дееспособных новаторских коллективов. Сам механизм МИП является новым, и фонды справедливо опасаются затяжных конфликтов между ними и ВУЗами в ходе управления проектными компаниями. Кроме того, ВУЗы являются владельцами больших долей в МИП и не желают продавать эти доли в принципе, что может создать проблемы на «выходе».

- **Проблематичность «выхода» из инвестиций.** Сложность «выхода» из инвестированных компаний и продажа долей обусловлена неразвитостью рынка IPO и M&A в целевых секторах (в особенности, вне ИТ-сектора). На доли даже в финансово состоятельных компаниях зачастую сложно найти покупателя, так как инновационные компании могут быть узкоспециальными и самодостаточными, с небольшими рынками. Это негативно влияет на перспективы регионального фонда получить доходность на свои вложения через рост капитализации.

**Барьеры на пути организации и функционирования самих фондов (характерны для отдельных регионов)**

- **Установленные внешние критерии оценки успешности фонда, не учитывающие базовые принципы венчурной деятельности.** В некоторых регионах заметен подход, когда федеральные и региональные органы власти требуют от фондов быстрых финансовых успехов, не принимая во внимание факт, что в нынешних условиях венчурное и «посевное» инвестирование – это зона

высоких рисков. Нужно четкое осознание всех сторон того, что коммерческий успех на завершении «посевной» стадии – скорее исключение, чем правило, и поэтому нужно применять другие критерии для оценки успешности того или иного вложения. Таким критерием может быть, например, вложение следующего раунда по возросшей капитализации. Требование же 100% финансовой успешности от фондов в считанные 2-3 года после «входа» и по всем вложениям – это просто разворот их стратегии в сторону инвестирования в относительно «надежные» уже запущенные коммерческие проекты (например, уже имеющие устойчивые продажи), не развивающие инновации на этапе инвестирования.

- **Сложность взаимодействия регионального фонда с частной УК в контексте программы МЭР.** В отдельных регионах отмечены несогласование в инвестиционных приоритетах между УК фонда (зачастую располагающейся в Москве и имеющей федеральный охват и диверсифицированный спектр финансовых услуг) и государственным региональным соинвестором (НКО), разница в понимании механизмов стратегического управления и контроля деятельности портфельных компаний. Иногда данная ситуация приводит к затяжным конфликтам и блокировке инвестиционного процесса. Корни этой ситуации – как в недостаточной проработанности статуса НКО, так и в незавершенности процесса подстройки существующих организационно-правовых форм к текущим реалиям, что затрудняет фиксацию отдельных условий взаимодействия УК и НКО на правовом уровне.
- **Превалирование собственных интересов частного соинвестора над интересами региона.** УК в отдельных случаях является

структурой, аффилированной с частным инвестором, которому зачастую выгодно, чтобы деньги лежали на депозите, например в аффилированном банке, а не были бы проинвестированы в портфельные компании и потрачены на развитие с некоторым риском их потери. Системы управления фондами неоднородны, но, зачастую, не позволяют регионам непосредственно или в лице НКО оказывать достаточное влияние на политику УК, если последняя имеет сильный административный ресурс. Процедурные вопросы (в частности, по срокам и критериям отбора проектов) не определены нормативными документами, что в совокупности с описанным выше нарушением фидуциарной ответственности и недостаточным правам государственного пайщика, позволяет УК ограничивать число проектов меньше необходимого. Малочисленность проектов ряда ЗПИФ ВИ (даже не затрагивая вопросы их качества), свидетельствуют о неисполнении формулы 3-3-3-1, поскольку численность проектов не достигает даже 10, не говоря уже о масштабировании формулы.

**Неотработанность организационно-правовой формы для ведения венчурного бизнеса с государственным участием на практике.** В контексте формы ЗПИФ ВИ, в которой по-прежнему работает большинство региональных фондов, процесс решения организационных сложностей еще не завершен. Несмотря на то, что появление статуса квалифицированных инвесторов позволяет снизить объем государственного регулирования и отчетности для УК ЗПИФ ВИ, на сегодня для них все-таки сохраняются такие факторы как необходимость содержания дорогого бек-офиса и сертифицированных инвестиционных специалистов, поддержка излишнего и чрезмерно трудозатратного и, следовательно, дорогого документооборота. Кроме того, форма ЗПИФ

отличается от традиционного LP тем, что делает практически невозможным повторение в рамках ЗПИФ лучших форм соглашений, наработанных международной практикой. Не решено противоречие между конечным сроком жизни ЗПИФ и невозможностью «выхода» из всех без исключения портфельных компаний фонда. Это отталкивает от ЗПИФ ВИ частных соинвесторов.

Форма инвестиционного товарищества, во многом «эмулирующая» LP, уже введена в российский правовой оборот, но частные инвесторы не спешат ей пользоваться в силу отсутствия прецедентов решения конфликтов в суде и положительного опыта функционирования подобных фондов.

Для российского инновационного сектора, вне рамок ИТ, характерен ряд проблем, порожденных общей неразвитостью высокотехнологической индустрии и региональных инновационных экосистем.

Имеются проблемы как в контексте формирования портфеля, так и организации деятельности самих фондов, чье решение лежит за пределами компетенций фонда – нормативной и инфраструктурой плоскости.

Отдельные сложности возникают и в связи с тем, что деятельность фонда не оценивается исходя из принципов портфельного управления, а скорее из приоритета «сохранения денег фонда вне рискованной зоны».

### Ситуация в крупнейших городах и российских региона

Поскольку существенная часть инвестиций фондов ранних стадий с госучастием приходится на регионы, то необходимо рассмотреть проблематику их функционирования в региональном аспекте. Опыт немногих громких «выходов» региональных венчурных фондов (выходы фондов из Evernote, Soft Inform) показывает, что наиболее знаковые и соответствующие канонической практике венчурного инвестирования «выходы» имели место в рамках уже действующих инновационных экосистем столиц – Москвы, Санкт-Петербурга, Казани и крупных городов – Иркутска, Новосибирска.

Общие черты, характерные для проектов, которые были проинвестированы «посевными» фондами и динамика которых может быть признана успешной:

- Четкая ориентация на рост капитализации компаний.
- Близость к российскому ИТ-сообществу, которое развивается в соответствии с мировыми тенденциями и уже освоило лучшие мировые практики.
- Наличие в штате портфельных компаний специалистов с современным бизнес-образованием или с зарубежным опытом.
- Системная постановка маркетинговой деятельности с самого начала развития компаний, финансирование маркетинговой составляющей не по остаточному принципу.

Все эти успехи были обусловлены и влиянием столичной и даже глобальной бизнес-культуры, обладание менеджерами компаний необходимой выучкой, опытом работы либо в столицах, либо за рубежом, знанием мировых стандартов ведения бизнеса. Те немногие команды проектов региональных

фондов, которые со стороны выглядят удовлетворительными с точки зрения венчурного инвестирования даже в глазах разборчивых инвесторов, на поверку оказываются командами, работающими в столицах и городах с развитой экосистемой и присутствующими в регионах номинально или частично.

Отражением этой тенденции является например тот факт, что Moscow Seed Fund фокусируется на работе с готовыми предложениями, приходящими от частных соинвесторов, поскольку в Москве имеется достаточное количество «готовых» проектов.

В регионах, не являющихся «продвинутыми» с точки зрения развития инновационной инфраструктуры, ситуация обратная. Именно в них перечисленные выше барьеры выражены наиболее серьезно.

Основными причинами сохраняющегося отставания в регионах являются, наряду с вышеописанными барьерами и преграды инфраструктурного характера:

- приглашение лучших кадров из регионов в Москву и другие крупнейшие города (маркетологи, менеджеры по продажам, финансисты, программисты, технические специалисты) – из регионов уезжают, как правило, сильнейшие специалисты, причем ориентированные на построение масштабируемых бизнесов федерального или глобального уровня,
- переток в столицы собственно предпринимательских компетенций – лучшие начинающие предприниматели мигрируют, чтобы начать самостоятельный бизнес в более дружественной экосистеме, в частности, в крупных бизнес-инкубаторах,
- затрудненность выхода для региональных

компаний на общефедеральный и международный рынки в силу недостатка квалификации и бюджетов,

- недостаточная развитость системы подготовки маркетологов и менеджеров по продажам инновационной продукции, сложность поиска и найма грамотных специалистов соответствующего профиля в инновационные компании,
- сложность привлечения фондов и инвестиций поздних раундов, так как они локализованы в крупнейших городах. Практически отсутствуют примеры вне регионов-лидеров, когда компания, «выращенная» региональным венчурным и «посевным» фондом была затем поддержана крупным, оперирующем в столице, венчурным фондом или фондом private equity, или же глобальным инвестором,
- затрудненный доступ к информации по рынкам и источникам инвестиций (особенно передаваемым по устным неформальным каналам сообществ),
- отсутствие развитой консалтинговой инфраструктуры (маркетинговые агентства, юридические компании и т.п.), которые бы осуществляли подготовку к выводу региональных компаний на российский и международные рынки. Во многих регионах предложение консалтинговых услуг ограничено простейшими мерами поддержки – регистрация фирмы, постановка бухгалтерского учета, тренинги по продажам, причем на уровне азов, без привязки к hi-tech. Далеко не во всех регионах можно найти консультантов даже по «инвестиционной упаковке» (подготовке документов для привлечения инвестиций или грантов) проектов и компаний, не говоря уж о выводе инновационных продуктов и услуг на рынок и их дальнейшем продвижении, зарубежному патентованию или созданию филиала за границей, M&A.

Для этих целей часто возникает необходимость привлечения столичных консалтинговых фирм, что для портфельных компаний дорого и не всегда доступно.

- Незрелость региональных сообществ менторов. Регионы не привлекательны для столичных менторов и консультантов, которые бы работали с компаниями «в долгую», что также лишает фонды помощи с рынка.

Малое количество инновационных проектов в регионах иногда является и результатом ориентации наукоемкого сектора экономики на госзаказ и малый опыт коммерциализации разработок в целом. Не происходит приобщения региональных разработчиков к современной культуре хай-тек. В этом случае требуется доукомплектование создаваемых проектных компаний новыми научно-техническими специалистами, а также применение аутсорсинга даже в контексте научно-технической деятельности и внедрения новых технологий (например, организация обучения технических специалистов современным инструментам проектирования).

Опыт подавляющего числа регионов России показывает, что во многих из них отдельные элементы региональной инновационной системы уже созданы, однако они не полностью справляются со своими функциями, которые от них ожидают. Под незрелостью экосистем можно понимать отсутствие полного спектра инфраструктурного содействия, необходимых для развития инновационных компаний на начальных этапах, а также отсутствие существенного опыта у уже существующих инфраструктурных организаций. Коллективы технопарков, бизнес-инкубаторов, акселераторов являются молодыми, набирающими экспертизу и пока не имеющими того опыта, который они могли бы передать компаниям. Они «растут» вместе с компаниями первого-второго призывов.



Таким образом, неинтегрированность регионов в развитые венчурные экосистемы и неразвитость локальных экосистем – это препятствие к деятельности фондов.

Решением выступает взятие УК фондов с государственным участием на себя инициативы по улучшению экосистемы на уровне своих регионов, в том числе через выполнение отдельных инфраструктурных функций.

На сложившееся положение дел сказывается и то, что фонды в регионах вынуждены брать с рынка «то, что есть», в отсутствие «инвестиционно готовых» компаний. В отдельных случаях это делается под принуждением государственного (со)инвестора, которому надо отчитаться по ряду параметров своей деятельности, в т.ч. по числу проинвестированных компаний за год.

Решением может стать определение четких правил игры и критериев принятия решения в случае дилеммы «не инвестировать деньги совсем» или «брать, что есть» в отсутствие качественных проектов, возможно – иметь даже свод правил на уровне отрасли. На уровне отрасли предпочтительно закрепить подход «не инвестировать» в случае, если объект не удовлетворяет базовым требованиям, поскольку следование подходу «брать, что есть» нарушает фидуциарную ответственность УК фонда, требующую инвестировать лишь в дееспособные проекты. Однако для «недоотягивающих» проектов-кандидатов на инвестиции в регионах должны быть запущены преакселерационные и акселерационные «механизмы доводки».

Столичные экосистемы и небольшое число зрелых региональных экосистем, с одной стороны, и прочие региональные венчурные экосистемы, с другой стороны, находятся на принципиально разной стадии развития.

В регионах с неразвитой инновационной инфраструктурой фонды должны заниматься формированием источников сделок и решением инфраструктурных проблем.

### Посевной Фонд как элемент инновационной инфраструктуры

Для того, чтобы минимизировать риск неэффективности портфеля в ситуации неразвитой экосистемы региона, УК «посевных» фондов и инвестирующие организации других форм должны играть более активную роль в формировании местной инновационной экосистемы в контексте работы с инновационными проектами (хотя по большей части они и так вынуждены вести эту деятельность уже сейчас), а именно:

- ориентировать портфельные компании на выход на российский и на глобальные рынки, в т.ч. привлекая необходимый консалтинг;
- доукомплектовывать портфельные компании маркетологами, менеджерами и финансистами, получившими подготовку в центрах инновационной экономики России и за рубежом, при этом предлагая им достойные вознаграждения, сочетая с ориентацией на результат, в отдельных случаях доукомплектовываться должны и команды разработчиков;
- организовывать обучение и переподготовку региональных кадров портфельных компаний по лучшим стандартам и методикам, распространять в регионе необходимую информацию (в т.ч. через семинары).
- организовывать сделки следующих раундов, привлекая в перспективные региональные компании столичных и глобальных инвесторов;
- инициировать контакты региональной инновационной инфраструктуры (технопарки, бизнес-инкубаторы и т.п.) с инновационной экосистемой российского и глобального уровня с последующим взаимодействием;
- организовывать инвестиционные синдикаты с российскими и, по мере возмож-

ностей, глобальными фондами и бизнес-ангелами;

- приглашать в штат управляющих компаний фондов специалистов, работавших в иностранных и ведущих российских фондах.

Региональные фонды в силу их нынешних ограниченных мандатов и малых объемов часто не могут стать полноценными катализаторами развития инновационной инфраструктуры региона, однако выступить одним из локомотивов в связке с другими организациями – вполне реальная задача и в рамках нынешнего мандата, а в будущем – целесообразно расширение мандата на эти функции.

Управляющие компании фондов также могут принимать посильное участие в работах по программам повышения общей инвестиционной привлекательности региона. УК должны занимать более активную позицию при выработке инвестиционной стратегии региона, способствовать появлению и развитию в регионе предприятий-локомотивов, которые смогут создать вокруг себя дееспособные кластеры малых проектных компаний.

Управляющие компании также могут проявлять более активное участие в формировании системы закупок инновационной продукции и заказа на инновации на уровне региона, поскольку четкий и бесперебойный государственный и региональный заказ на инновационную продукцию и услуги могут существенно поднять спрос на продукцию портфельных компаний. Такой формой может стать взаимодействие между УК и НКО с одной стороны и агентством по региональным закупкам – с другой. При этом орган, осуществляющий государственные (со)инвестиции (НКО) может отстаивать интересы портфельных компаний своих фондов. Не-

маловажно выстроить отношения «заказчик-потребитель» и с агропромышленным и военно-промышленным комплексом региона, и существующими в некоторых регионах биокластерами, так как эти сектора могут генерировать устойчивый спрос на инновационную продукцию внутри РФ, а также продвигать продукцию проектных компаний по линии импортозамещения.

На первых порах, пока незрелость региональных экосистем не может быть преодолена по объективным причинам (в силу

большой инерционности процесса и относительной «молодости» основных инфраструктурных объектов и программ поддержки) имеет смысл делать определенную ставку на интеграцию региональной инновационной инфраструктуры и самих венчурных проектов в существующие и более развитые экосистемы, прежде всего, созданные в столицах, а также выход в существующие транснациональные экосистемы. Это можно сделать, создавая компанию с работающим головным офисом в регионе фонда и филиалами в «продвинутых» регионах или за рубежом.

Во многих регионах фонды или УК венчурных и «посевных» фондов и фонды соинвестирования (НКО) являются одним из немногих действующих, а кое-где и единственным элементом инновационной инфраструктуры.

В последнем случае управляющие компании региональных венчурных фондов и фондов соинвестирования должны занять проактивную позицию и участвовать в формировании экосистемы (и уже ее занимают).

В инновационно неблагополучных регионах фондам необходимо участвовать в формировании пула портфельных компаний.

Федеральные и региональные власти должны предоставить им для этого необходимый мандат.

### Рекомендации

Анализ ситуации показывает, что сложившаяся на сегодня система «посевных» фондов с государственным участием имеет ограниченную эффективность. На основе проб и ошибок, благодаря взаимодействию с экосистемой федерального уровня, повышению компетенций управляющих, знакомству с лучшими практиками в ряде регионов формируется класс руководителей и специалистов.

В итоге, безусловным достижением предшествующих пяти лет следует считать появление в регионах сообщества венчурных управленцев, получивших опыт работы в управляющих компаниях и Фондах содействия. Был накоплен опыт отбора компаний, заключения сделок, управления портфельными компаниями. Помимо этого многими

была проявлена инициатива по развитию инфраструктуры на местах, доукомплектованию проектных компаний, содействию компаниям в поиске приоритетных рынков сбыта. В силу этого акцент должен быть сделан на развитие и корректировку существующей системы.

С учетом накопленного опыта и при активном привлечении действующих представителей индустрии необходимо инициировать разработку нормативно-методологического обеспечения для нескольких типовых моделей функционирования «посевных» фондов с федеральным и/или региональным участием с целью апробации и дальнейшего тиражирования в регионах. Типовые модели должны учитывать и инфраструктурную функцию фондов.

В регионах к настоящему моменту вырастают команды, умеющие управлять венчурным капиталом и (частью вынужденно) оказывать портфельным компаниям инфраструктурное содействие. Опыт лучших команд должен быть сохранен и преумножен, поскольку подготовка новых команд с «нуля» затратна.

Необходимо максимально использовать опыт, накопленный действующими фондами при формировании новых программ.

При активном привлечении индустрии необходимо инициировать разработку нескольких типовых моделей функционирования «посевных» фондов с госучастием.

Развивая систему посевных фондов, надо отдавать себе отчет, что это часть долгосрочной стратегии (более 5-7 лет), с предельно низкой вероятностью получения выдающихся результатов в краткосрочной перспективе в силу большой инерционности развития и становления полноценной экосистемы в регионах. При этом основные факторы, определяющие степень инерции - трансформация менталитета субъектов (потенциальных/действующих предпринимателей, частных инве-

сторов), рост их компетенций и числа, уровень предпринимательской активности в технологической сфере.

Существенное значение имеет «фактор масштаба», предполагающий, что зависимость эффективности работы посевного фонда в регионе со слабой экосистемой от объема его ресурсов - не линейна. Она имеет «нижний» и «верхний» пороги, зависящие в том числе, от спектра используемых инструментов (широты мандата) фонда и степени «проблемности»

экосистемы. Ресурсы (как финансовые так и человеческие) должны быть соразмерны решаемым задачам. Опасны ошибки неадекватной оценки как в большую, так и еще более, – в меньшую сторону.

Целесообразно отойти от применения единой модели и мандата фондов, применяемых без учета сильно отличающихся фактических состояний инновационных экосистем регионов, органической частью которых являются фонды.

При определении модели и мандата целесообразно выделять три группы регионов по степени развитости экосистем:

- Крупные мегаполисы с развитой инфраструктурой и инновационной экосистемой, высокой предпринимательской активностью в технологической сфере, уровнем компетенций инвесторов и предпринимателей и их значительным количеством.
- Регионы с развитой инфраструктурой и инновационной экосистемой, но испытывающие определенный недостаток в сфере предпринимательских и инвестиционных компетенций и имеющие недостаточное число квалифицированных игроков рынка.
- Регионы с «недоформированной» экосистемой, в которой отсутствует существенное число элементов, испытывающие значительный недостаток в числе компетентных игроков рынка и имеющие недостаточный уровень предпринимательской активности в технологической среде.

Целесообразно рассмотреть варианты изменения структуры системы фондов, в соответствии с которой мандаты крупных государственно-частных фондов могут быть отнесены к группам регионов по окружному или кластерному принципу. Это может повысить качество всей совокупности проектов, претендующих на средства фондов и вызвать здоровую конкуренцию между регионами и их экосисте-

мами, а также процесс слияния экосистем в более крупные кластеры.

В качестве приоритетной, но не единственной модели для посевных фондов целесообразно использовать модель со-инвестирования с частными инвесторами, а в условиях ограниченных возможностей экосистемы должно быть возможно использование более широкого спектра моделей в рамках мандата: от предоставления заемных средств и реализации модели акселератора до предоставления грантов на конкурсной основе.

Необходимо отметить заинтересованность в совершенствовании отечественного правового поля и развитии более гибких финансовых и корпоративных инструментов, учитывающих накопленный мировой опыт инвестирования в компании на ранних стадиях развития и отвечающих обычаям делового оборота профессиональных участников рынка. К числу таких инструментов относятся, например, конвертируемые облигации (convertible notes).

Тем не менее, необходимо разработать и одобрить на федеральном уровне перечень и нормативную документацию по конкретным механизмам реализации этих моделей с набором типовых документов, имеющих с одной стороны рекомендательный характер и оставляющих возможность корректировки и адаптации на региональном уровне, с другой – внедряющих лучшую практику и сокращающих временные и ресурсные издержки. Но прежде всего – компенсирующие недостаток компетенций сотрудников региональных органов власти и позволяющие им принимать решение о реализации того или иного механизма со «снятыми» сомнениями в его «правильности» и/или целесообразности.

Важным обстоятельством является поддержка постоянного повышения компетенций управляющих и сотрудников команд посевных фондов, создание условий для привлечения высококлассных специалистов

с предпринимательским опытом и опытом реальных сделок.

Применяемые на практике критерии оценки успешности фондов государственными регулирующими и проверяющими органами должны учитывать принцип «портфельного управления», согласно которому оценивается успешность инвестирования не в каждую компанию, а в портфель в целом, тогда как инвестиции в отдельные проекты могут быть неудачными. Динамика же развития «посевной» компании должна рассматриваться как успешная в случае привлечения следующего, «венчурного» раунда (а не только лишь при достижении устойчивого коммерческого успеха).

Не должен применяться подход, когда:

- от фонда требуется выход на самоокупаемость через 3-4 года,
- за 3-4 года требуется достичь коммерческого успеха для большинства портфельных компаний,
- требуется успешный «выход» (cash out) уже после завершения «посевной» стадии (первого раунда, осуществленного фондом) – обычно такое возможно через несколько венчурных раундов. Прибыльный «выход» после «посевной стадии» является благоприятным исключением.

Следует допустить множественность форм как организации фондов, так и моделей финансирования.

В силу принципов «портфельного управления» отдельные неудачные инвестиции не должны трактоваться контролирующими органами как провал УК или фонда.

На нынешнем уровне развития индустрии привлечение следующего «венчурного раунда» при возросшей капитализации компании должно трактоваться как успешный результат «посевного» раунда без выхода фонда из инвестиции.

Мерами по дальнейшему развитию посевного инвестирования на региональном уровне могут быть:

- Признание за посевными фондами с государственным участием инфраструктурной функции за рамками исключительно инвестиционного мандата.
- Поощрение разнообразия моделей и форм фондов с учетом конкретного состояния региональной экосистемы.
- Поощрение разнообразных форм финансирования, включая гранты на предпосевную фазу и займы.
- Развитие инструментов синдицирования сделок на посевной и предпосевной стадии. Многие перспективные стартап-проекты не укладываются в базовые бюджеты, которые им может предложить региональный фонд.

Следует отметить такую специфическую задачу, как продолжение оптимизации деятельности системы НКО, чьим текущим мандатом является соинвестирование регионального капитала в государственно-частные фонды. На сегодняшний день мандат многих из этих НКО заканчивается, и в регионах уже стартовал процесс переформатирования и расширения мандата данных НКО. Предлагается оставить выбор оптимальной формы деятель-

ности НКО на усмотрение региональных властей (с учетом необходимости разработки и одобрения на федеральном уровне «типовых схем» и мнения регионального инновационного сообщества), в т.ч. разрешение этим организациям (с возможным изменением ОПФ) прямых инвестиций в инновационные компании в соответствии с четко установленными критериями и на основе принципа «портфельного управления».

Для региональных организаций государственного «посевного» и венчурного финансирования (НКО) рекомендуем оставить вопрос о выборе организационно-правовой формы и инвестиционного мандата на выбор региональных властей с учетом одобренного на федеральном уровне набора «типовых схем» и мнения местного инновационного сообщества.

В случае потребности в формировании потока сделок менеджеры фондов должны получить мандат на использование определенного (небольшого – до 10-20%) процента бюджета фонда на проведение инфраструктурных мероприятий по доформированию и поддержке инновационных компаний. Обоснованием к такой возможности может стать фидуциар-

ная ответственность, в соответствии с которой фонд должен использовать наилучшие возможности для инвестирования из существующих. В этом случае затраты небольшого объема средств на поиск и некоторое доформирование команд представляется оправданными. Эти изменения должны в обязательном порядке прописываться в уставе Фонда.

В регионах с неразвитой инфраструктурой УК фондов должны получить мандат на мероприятия по доформированию и инфраструктурной поддержке портфельных компаний в явном виде, с наличием специального бюджета.

Также должна предусматриваться возможность трансфера в регион сильных команд из других субъектов РФ.

Настоятельно рекомендуется включать представителей бизнес-сообщества в органы управления и консультативные органы фондов. Как для частно-государственных, так и для государственных фондов должны быть четко разграничены и прописаны полномо-

чия операционно-управляющих, стратегических и консультирующих органов (таких как инвестиционный комитет, консультативный (наблюдательный, попечительский) совет, советы директоров фондов и портфельных компаний).

Представители бизнес-сообщества должны включаться в органы управления и совещательные органы фондов.

---

Для заметок



