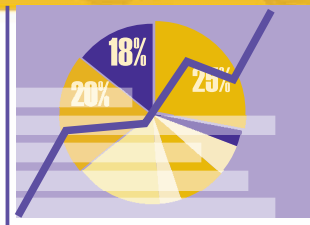




2005



# АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

Обзор рынка прямых и венчурных  
инвестиций в России  
2003-2004



Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)

# Предисловие

Российская Ассоциация Прямых и Венчурных Инвестиций (РАВИ) предлагает участникам Первого Российского Венчурного Форума Аналитический Обзор за 2003-2004 годы о венчурных фондах и фондах прямых инвестиций, действующих в России.

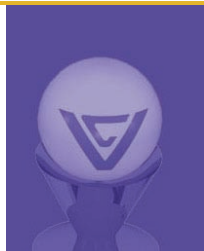
Обзор, подготовленный РАВИ в прошлом году, охватывал 10-летний период развития рынка прямых и венчурных инвестиций (1994-2004 годы). Опыт сбора информации был успешным, в связи с чем было решено перейти на ежегодный выпуск, более детально описывающий события каждого предыдущего года.

РАВИ стремится предоставлять максимально полную информацию сложившейся ситуации в индустрии прямых и венчурных инвестиций. Именно поэтому в этом году был введен новый раздел - тематические статьи, затрагивающие проблемы малого и среднего бизнеса, выходов и пр.

Еще одним нововведением этого года является Директория, содержащая сведения об участниках рынка прямого и венчурного инвестирования, которые дали согласие на публикацию и предоставили необходимую информацию.

Таким образом, предлагаемый Вашему вниманию Обзор, помимо статистических данных сектора прямых и венчурных инвестиций и сопровождающей аналитики, является также и инструментом обмена мнениями экспертов инвестиционного сообщества и результатами их работы за прошлый год.

РАВИ выражает благодарность всем управляющим компаниям и инвестиционным структурам, принявшим непосредственное участие в сборе материалов, а также оказавшим консультационную поддержку процесса



# Оглавление

<b>О РАВИ</b> .....	5
Еще раз о базовых механизмах прямого инвестирования .....	7
Венчурные горизонты финансовых рынков .....	12
Венчурный бизнес и пенсионные сбережения .....	13
Новые Фонды .....	14
Фонды и рынок ценных бумаг .....	17
Патентные риски в России .....	19
<b>Комментарии к аналитической части</b> .....	23
<b>Основные моменты рынка 2003-2004</b> .....	25
Количество фондов и их капитализация .....	26
Источники капитала фондов .....	30
Классификация управляющих компаний .....	36
<b>Осуществленные инвестиции</b> .....	38
<i>Инвестиции по отраслям</i> .....	38
<i>Инвестиции по стадиям</i> .....	41
<i>Инвестиции по федеральным округам</i> .....	43
Выходы .....	45
<b>Методология</b> .....	47
<b>Директория</b> .....	51

## О РАВИ

РАВИ - единственная профессиональная организация в России, объединяющая в своих рядах представителей венчурных фондов и фондов прямых инвестиций.

Российская Ассоциация Венчурного Инвестирования (РАВИ) была создана в 1997 году. В настоящий момент членами РАВИ являются около 40 российских и зарубежных организаций, более 20 из которых являются фондами прямых и венчурных инвестиций.

В связи с тем, что большинство членов РАВИ составляют именно фонды прямых инвестиций, было принято решение об изменении наименования на «Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования».

РАВИ является ассоциированным членом Европейской Ассоциации Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA), входит в Совет Национальных Венчурных Ассоциаций Европейских стран, имеет прямые контакты со всеми зарубежными венчурными ассоциациями.

Деятельность РАВИ направлена содействие становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций в России - необходимого условия активизации инновационной деятельности и повышения конкурентоспособности промышленности России.

Для развития эффективной российской индустрии прямых и венчурных инвестиций необходимы следующие условия:

- ✍ Наличие рынка свободного капитала, готового взять на себя дополнительные инвестиционные риски (в первую очередь, российского происхождения).
- ✍ Наличие компаний, демонстрирующих способность к быстрому росту.
- ✍ Наличие благоприятной среды, обеспечивающей условия для их эффективного взаимодействия и «выхода» инвестора из проинвестированной компании.

Повышение коммерческой привлекательности российских компаний и увеличение объема прямых и венчурных вложений в экономику неразрывно связано со снижением инвестиционных рисков, что напрямую зависит от создания адекватной инфраструктуры, которая всегда должна быть адресной и определяться исключительно запросами бизнеса.

РАВИ принимает активное участие в построении элементов инфраструктуры поддержки венчурного предпринимательства, которая состоит из следующих элементов:

1. Российский Венчурный Форум - место встречи профессиональных инвесторов, центральное событие национального масштаба в российской индустрии прямого и венчурного капитала, собирающее представительную и заинтересованную аудиторию отечественных и зарубежных профессионалов венчурного бизнеса, работающих в России.
2. Российская Венчурная Ярмарка - коммуникативная площадка, которая предоставляет российским компаниям технологического сектора возможность продемонстрировать инвесторам свой бизнес, а последним - познакомиться с проектами и менеджментом компаний и установить контакты с наиболее привлекательными с точки зрения предоставления инвестиций.
3. Коучинг-центры по венчурному предпринимательству в федеральных округах - региональная сеть, в задачи которой входит создание в регионах инфраструктуры по венчурному предпринимательству, подготовка предпринимателей для работы с венчурными инвесторами и отбор компаний для участия в Российской Венчурной Ярмарке.
4. Венчурный Инновационный Фонд - первый и единственный российский фонд фондов, цель которого - формирование организационной структуры системы венчурного инвестирования в высокорисковые инновационные проекты. Свою деятельность ВИФ организует путем участия в создании региональных и отраслевых венчурных фондов (РОВФ). Объем средств, находящихся под управлением каждого из создаваемых РОВФ, должен быть не менее \$ 3 млн. Решение об участии ВИФ в создаваемых РОВФ принимается Советом Директоров на основании итогов организуемых конкурсов.
5. Информационное обеспечение российского сообщества - серия информационных и методических изданий, в том числе переводных, способствующих повышению предпринимательской культуры российских менеджеров.

## Еще раз о базовых механизмах прямого инвестирования...

Процесс формирования фонда носит название «фандрайзинг» (Fundraising). При создании фонда образуется группа инвесторов, которые аккумулируют свои денежные средства в пул, именуемый фондом прямых инвестиций. В качестве инвесторов могут выступать различные институты - пенсионные фонды, банки, корпорации, страховые компании, международные организации и другие, а также состоятельные частные лица.

Основными особенностями прямого инвестирования с точки зрения инвесторов является то, что при вложении средств они не рассчитывают на их быстрое возвращение, а также диверсификация инвестиционного портфеля и возможность получить доходность выше любого другого инвестиционного инструмента.

Концепция процесса прямого финансирования сама по себе очень проста: большинству компаний для развития требуется значительно больше финансовых вложений, чем могут предоставить их основатели - частные лица. Фонды прямых инвестиций, содержащие в себе средства из нескольких источников, нацелены на предоставление необходимой суммы компаниям, претендующим на финансирование. Иногда особо крупные финансовые вложения в компанию осуществляются несколькими фондами, часто сотрудничающими между собой и использующими механизм со-инвестирования.

Фонды прямых инвестиций управляются специально нанятой группой лиц, которые формируют так называемую управляющую компанию и выполняют функции по поиску, отбору и оценке объектов инвестиций, подготовке инвестиционных меморандумов и заключению сделок с инвестируемыми предприятиями, контролю над их деятельностью и обеспечению «выхода» из них. Управляющая компания имеет право на ежегодную компенсацию (Management Fee), обычно составляющую до 2,5% от первоначальных обязательств инвесторов. Кроме того, управляющая компания может рассчитывать на определенный процент от прибыли фонда (Carried Interest), обычно составляющий 20%. Чаще всего этот процент не выплачивается до тех пор, пока инвесторам не будут полностью возмещены суммы их инвестиций в фонд, а также заранее оговоренный минимальный возврат на их инвестиции (Preferred Return).

Фактически средства, формирующие фонд прямых инвестиций, не изымаются у инвесторов фонда до тех пор, пока менеджерами управляющей компании не будет найдена определенная компания для финансирования, удовлетворяющая заранее определенным критериям отбора. После предоставления инвесторам бизнес-планов «претендентов» деньги переводятся в фонд и далее в портфельную компанию.

Процесс формирования инвестиционного портфеля венчурного фонда начинается с этапа поиска и отбора компаний. Спецификой прямого инвестирования в данном вопросе является то, что фонды разделяют риски своих портфельных компаний наравне с их владельцами. Средства, вкладываемые фондами, направлены на акселерацию роста компании, что максимально близко отвечает интересам владельцев компании. Поэтому этап поиска и отбора компаний является одним из важнейших в работе венчурного фонда, т.к. перспективные компании являются основой для дальнейшей инвестиционной деятельности фонда.

Обычно процедура анализа и отбора перспективных предложений занимает около 30% времени инвесторов рискованного капитала.

Среди факторов, оказывающих существенное влияние на принятие положительного решения об инвестировании той или иной компании, можно выделить:

- ✍ Высокую квалификацию менеджмента компании.
- ✍ Четкий и обоснованный бизнес-план.
- ✍ Конкурентные преимущества компании.
- ✍ Востребованность будущего продукта (технологии) на рынке.
- ✍ Наличие рыночной ниши с высоким потенциалом роста.
- ✍ Стабильную прогнозируемую финансовую ситуацию.

После отбора компании венчурным капиталистом в качестве потенциального объекта для инвестирования, начинается этап ее тщательного изучения - проверка достоверности информации о компании, изучение юридических и финансовых документов и т.д. Рассмотрению подвергаются все аспекты состояния компании и бизнеса (Due Diligence). Особое внимание уделяется менеджменту - необходимо убедиться, что руководители компании являются теми людьми, которые способны реализовать стратегию и обеспечить достижение поставленных целей.

По результатам такого исследования, в случае принятия положительного решения, составляется инвестиционное предложение или меморандум, где суммируются все выводы и формулируется предложение для инвестиционного комитета.

На этом этапе стороны детально прорабатывают аспекты будущего сотрудничества, оговаривают долю акций, причитающуюся прямому инвестору, процедуры пост-инвестиционного мониторинга, способ выхода и пр. Срок нахождения средств в компании не оговаривается, но обычно его длительность варьируется от 3 до 6 лет. Не существует каких-то жестких правил или ограничений: инвестиционный период может быть короче или при определенном стечении обстоятельств, напротив - продлен. Однако прямые инвесторы не предполагают остаться совладельцами портфельной компании навсегда. Это, вероятно, наиболее существенное правило, которое владельцы компании должны осознавать при ведении переговоров с инвесторами: фонд может стать партнером, но только на ограниченный период.

В большинстве случаев при инвестировании венчурный капиталист претендует на пакет акций меньший, чем контрольный пакет, и объем предоставляемых инвестиций должен быть пропорционален предварительной оценке стоимости компании.

При предоставлении венчурного капитала в малые российские компании возникают некоторые особенности, вызывающие изменения в классической схеме внесения инвестиций. Это обусловлено тем, что у подавляющего большинства российских малых компаний размер уставного капитала - чисто номинальная величина, редко превышающая установленный законодательством минимум.

Поэтому наиболее распространенная схема внесения инвестиций в малые компании, практикуемая среди инвестиционных венчурных фондов в России, выглядит следующим образом: часть средств инвестор вносит в уставной капитал и получает определенный пакет акций, а оставшиеся средства предоставляются компании в виде инвестиционного кредита - либо беспроцентного, либо с низкой процентной ставкой (приблизительно 4-6% годовых).

Впоследствии этот кредит может быть конвертирован в акции или облигации с одновременной дополнительной эмиссией. При этом основная часть инвестиций отражается в финансовой отчетности как долгосрочные обязательства компании.

Инвестор при такой схеме берет на себя тот же объем риска, что и при полном внесении инвестиций в акционерный капитал. В случае банкротства инвестируемой компании его взнос ничем не гарантирован.



Когда подготовительная работа завершена, и компания получила инвестиции, наступает этап пост-инвестиционного мониторинга. Инвестору небезразлично, как компания использует предоставляемые им средства. Представитель венчурного фонда, как правило, инвестиционный менеджер, входит в состав Совета директоров компании в качестве неисполнительного директора. Он присутствует на регулярных заседаниях Совета и принимает участие в разработке стратегических решений. Совет директоров ежемесячно рассматривает отчеты о движении денежных средств компании, а также финансовые отчеты (баланс, отчет о прибылях и убытках).

В период совместного управления компании между фондом и владельцами могут происходить определенные разногласия. Для владельцев компания может представлять собой дело всей жизни, для инвестиционного фонда - это очередная сделка, однако фонд обеспечивает для компании возможность роста. И обе стороны для достижения поставленных целей должны работать вне рамок и ограничений взаимоотношений. Следовательно, во многих случаях документы, утверждающие условия сделки, включают в себя новые соглашения по найму и управлению. Они также могут содержать различные варианты поощрений, такие как прирост доли управляющей компании или бонусы для менеджмента компании и акционеров. Идеальной считается та сделка, где роли обеих сторон четко определены заблаговременно.

По окончании срока реализации инвестиционного проекта, когда рынок признал новый продукт (технологию), и компания достигла желаемого уровня развития, менеджмент компании в соответствии с условиями контракта между предпринимателем и фондом прямых инвестиций должен приступить к завершающему этапу процесса инвестирования - этапу выхода прямого инвестора из портфельной компании.

Наиболее предпочтительным вариантом выхода для прямого инвестора является выход посредством IPO, но данный вариант является труднореализуемым в российских условиях ввиду неразвитости фондового рынка в нашей стране. В России не существует фондовой площадки для малых инновационных компаний, аналогичной AIM в Лондоне, NASDAQ в США и Mothers в Японии, поэтому в настоящее время процедура большинства выходов может быть реализуема посредством продажи акций стратегическому инвестору или при помощи выкупа акций менеджментом самой компании.

Слияние или поглощение также являются распространенным способом успешного выхода прямых инвесторов в России. При реализации данных стратегий фонд прямых инвестиций получает за продаваемую долю в портфельной компании свободно котирующиеся акции компании-покупателя либо денежные средства, которые затем распределяются среди инвесторов фонда.

На данном этапе узким местом в развитии венчурной индустрии в России является недостаточная освещенность различных аспектов ее деятельности. Существует большое количество компаний, которым участие прямого капитала выгодно, но уровень их корпоративного и социального развития не позволяет им преодолеть все этапы отбора даже в том случае, когда они четко осознают свои инвестиционные перспективы.

Что может быть сделано для роста доступности и эффективности прямого инвестирования? Этот вопрос достаточно сложен и затрагивает всех участников отрасли. Прежде всего, ответы на вопросы, связанные с прямым и венчурным инвестированием, должны быть доступны не только узкому кругу посвященных, но и всем предпринимателям, работающим в среднем и малом бизнесе. Может показаться, что просветительской деятельностью должны заниматься сами фонды посредством различных торговых ассоциаций, ярмарок, публикаций, а также громких «историй успеха».

Все сообщество в целом должно играть определенную роль в этом процессе, помогать всем участникам отрасли понять, что эти финансовые ресурсы доступны, а также научить ими пользоваться. Например, быстрорастущие пенсионные фонды являются идеальным источником капитала для прямого и венчурного инвестирования, потому что средства фонда не требуются немедленно его вкладчикам и все время пополняются.

Правительство может помочь. Успешные компании могут помочь. Бизнес-сообщество может помочь. В интересах всех содействовать компаниям в получении доступа к прямым и венчурным инвестициям, как чрезвычайно эффективному средству развития рынков и создания новых рабочих мест.

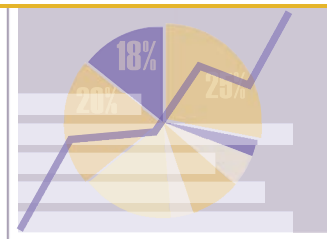
# Венчурные горизонты финансовых рынков

Механизм венчурной индустрии является важнейшим макроэкономическим инструментом и составной частью современной экономики. Процесс развития компании от станка в гараже или компьютера в лаборатории до размещения акций на бирже не является неким природным процессом естественного отбора, при котором успех зависит только от энергии и таланта основателей и менеджмента.

С определенного момента в истории развития мировой экономики в этом процессе участвуют профессионалы, главной (если не единственной) задачей которых является поиск предпринимателей с идеями, последующим финансированием развития идей и превращения их в бизнес с целью последующей продажи своей доли. Такие профессионалы называются венчурными инвесторами (управляющими венчурных фондов).

Основные идеи механизма венчурного инвестирования в его современном понимании впервые были успешно апробированы в США в конце 40-х - начале 50-х годов. Принято считать, что современная инфраструктура американской венчурной индустрии стала формироваться после того, как Американское правительство создало институт SBA (Small Business Administration), а Конгресс принял закон об инвестициях в малый бизнес. Но настоящий прорыв произошёл в начале 80-х, когда были приняты поправки, разрешающие пенсионным фондам и страховым компаниям вкладывать средства в венчурные фонды.

В Россию венчурная индустрия была привнесена извне в начале 90-х годов. Ее возникновение стало следствием не инициативы, откликающейся на внутренние потребности развития местного предпринимательства и рынка, а результатом политико-административных решений, за которыми стояло стремление привить трансформирующейся экономике страны ростки рыночного хозяйства. На протяжении 10 лет основными венчурными «игроками» в России оставались иностранные инвесторы. Лишь начиная с 2000 года прослеживается устойчивая положительная тенденция появления новых инвестиционных фондов, и, что важно, всё больше с российским капиталом. Следует отметить, что происходит постепенное смещение вектора интересов инвесторов в сторону компаний, находящихся на более ранних стадиях развития. И в целом наблюдается оживление активности инвесторов в этой сфере.



# Венчурный бизнес и пенсионные сбережения

Казалось бы, какая связь между самым рискованным финансовым инструментом и самым консервативным подходом к сохранению капитала - самая непосредственная. От тесного сотрудничества пенсионных и венчурных фондов (а точнее, между управляющими этих фондов) может быть получена большая выгода для обеих структур, что демонстрирует опыт многих стран с развитой экономикой. Неминуемо к такому сотрудничеству придут и в России.

В процессе развития своего бизнеса пенсионные фонды и страховые компании формируют денежные резервы, которые должны быть максимально эффективно преумножены. Возможности для размещения свободных средств достаточно ограничены: это, как правило, банковские депозиты, недвижимость, акции, долговые инструменты (государственные, муниципальные, корпоративные).

В современных условиях российской экономики этот список не представляет достаточно богатого выбора. Многие инструменты не приемлемы либо по уровню доходности, либо по уровню риска, либо просто ограничены законодательно.

Структура активов многих крупных российских институциональных инвесторов из страхового бизнеса состоит на 90% из банковских депозитов и корпоративных облигаций. Венчурная индустрия, в свою очередь, может предложить альтернативный финансовый инструмент, приемлемый по уровню риска и достаточно интересный по доходности.

**В США до 40% венчурных фондов сформированы на средства пенсионных и страховых компаний, которым разрешено вкладывать до 10% своих активов в венчурные фонды**

## Новые фонды

Появление новых фондов рождает появление новых предложений как на рынке длинных денег, так и на рынке проектного финансирования. Это взаимозависимый и взаимостимулирующий процесс. И появление новых венчурных фондов будет продолжаться. Для этого существует несколько предпосылок.

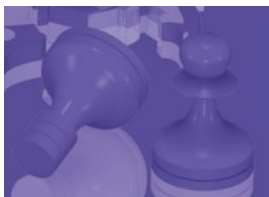
Первое, на финансовых рынках появляется всё больше свободных средств, владельцы или управляющие которых готовы инвестировать с доходностями на уровне, ниже среднестатистической доходности по рынкам венчурных инвестиций (как мировому, так и российскому), а именно - порядка 10% годовых. Иллюстрацией такого проявления может служить динамика развития рынка государственных и корпоративных долговых инструментов.

Рынок корпоративных облигаций с 1999 года растёт на десятки-сотни процентов в год (в 2002 году по сравнению с 2001 годом объем размещенных корпоративных займов и количество эмитентов на ММВБ увеличилось вдвое, объем вторичных биржевых торгов - в шесть раз). Например, последний аукцион Минфина по 11-летним облигациям федерального займа вообще едва не был сорван, но не по причине недостатка заявок, а из-за их избытка. Причём, это не было связано с активностью одного-двух мегатрейдеров - было подано 90 заявок. Такого не было даже до кризиса.

Здесь можно возразить, что это высоко ликвидные инструменты, внимание к которым со стороны крупных институциональных и корпоративных инвесторов не корректно использовать в качестве инструмента прогнозирования роста инвестиций в венчурные фонды, а уровни надёжности просто не сопоставимы. Это действительно так. Но разница в ликвидности компенсируется разницей по доходности (истории известны случаи, когда доходность венчурных фондов превышала сотни процентов), а вопрос надёжности снимается, когда венчурные инвестиции рассматриваются не как набор отдельно взятых компаний, а как индустрия в целом. Как показали фундаментальные исследования в США и Европе, национальные венчурные индустрии являлись одним из самых стабильных финансовых рынков и одним из самых доходных. В частности, в США средняя доходность всех фондов за период 1980-2000 (с учётом потерь от Интернет пузыря) составила 19% годовых - максимальная из всех доступных институциональным инвесторам инструментов. В России средняя доходность венчурных фондов за период 1994-2004 (Аналитический сборник РАВИ «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России 1994-2004», 2004) составила 11% (с учётом потерь 1998 года).

Таким образом, количество инвесторов и их средства растут гораздо быстрее, чем количество и объём новых инвестиционных предложений. Все говорят о планах Минфина сокращать объём заимствований. Рынок корпоративных облигаций тоже скоро достигнет предела<sup>1</sup>. Развивается рынок пенсионного и прочих видов страхования. Внешэкономбанк (главный управляющий государственными пенсионными средствами) недавно сделал ещё один шаг на пути получения разрешения инвестировать часть средств на фондовом рынке. Всё говорит о том, что очень скоро крупные игроки финансовых рынков России начнут уделять самое пристальное внимание развитию венчурной индустрии и возможностям управляющих компаний венчурными фондами.

Второе, это появление первых сделок по прямому финансированию проектов крупными институционалами, природа которых может быть полностью отнесена к венчурной сфере. Из последних примеров - решение страховой группы СОГАЗ инвестировать (с ещё одним инвестором) 30 млн долларов в строительство завода по производству инфузионных растворов в Ульяновске, срок окупаемости 5-7 лет, и вряд ли здесь идёт речь о какой-то «космической» доходности. Хотя доля СОГАЗА в проекте не раскрывается, можно предположить, что эта операция сродни инвестиции какой-нибудь западной страховой компании в венчурный фонд (средний размер западного венчурного фонда 150-200 млн долларов, среднее количество инвесторов 10-15). И таких примеров уже далеко не единицы. При том, что этим страховым компаниям (также как коммерческим банкам и другим крупным финансовым структурам) приходится держать команду управляющих активами поддержанных проектов, но такова исторически природа российского бизнеса. Проще, конечно, доверить свободные средства не одной, а многим разным командам специалистов по развитию бизнесов (читай, управляющим компаниям венчурных фондов) и продолжать заниматься своей основной профильной деятельностью.



<sup>1</sup> В период с июля 1999 года корпоративные облигации выпустили 64 эмитента. В настоящее время обращаются облигации около 50 эмитентов. Существующий уровень издержек выпуска облигаций, складывающийся из налога на эмиссию (0.8% от объема эмиссии), комиссионных андеррайтеру и прочих расходов (1,5-3%), определяет минимальный оправданный размер объема эмиссии, который оценивается не ниже 100 млн рублей. При среднем объеме эмиссии 250-300 млн. рублей, выпуск корпоративных облигаций будет доступен всего 170-180 российским предприятиям, для которых объем минимального транша не превосходит 10-15% от годовой выручки.

Третий фактор, указывающий на скорое появление новых венчурных фондов, - это реальные шаги правительства по пути заполнения «мёртвой зоны» перехода малых компаний из разряда полуофициальных «гаражей», «лабораторий» и «свечных заводиков» в готовые для инвестирования структуры с потенциалом развиваться до уровня ОАО с котировкой акций на бирже. О планах по созданию инвестиционных структур объявили Министерство информационных технологий и связи РФ и Министерство экономического развития и торговли РФ. Продолжает работать государственный Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, реализовывая программу «Старт».

Конкретные шаги в этом направлении предпринимает Министерство образования и науки РФ: создан и функционирует Венчурный инновационный фонд (фонд фондов), реализуется Федеральная целевая научно-техническая программа «Исследования и разработки по приоритетным направлениям развития науки и техники» на 2002-2006 годы. Все говорит о том, что в течение ближайших лет в России активизируется механизм поддержки, в том числе и прямой финансовой, молодых компаний, состоящих из учёных и предпринимателей, способных создавать серьёзную интеллектуальную собственность и реализовывать досрочные бизнес-проекты. А качественное изменение структуры предложения на венчурном рынке неминуемо скажется и на изменении структуры спроса и на появлении новых игроков-инвесторов.

**Венчурная индустрия в России  
находится на пороге "новой волны" создания  
финансовых институтов, ориентированных  
на инвестиции в инновационный сектор  
и увеличение в портфелях действующих фондов  
доли инновационных компаний**

## Фонды и рынок ценных бумаг

Участие институциональных инвесторов в финансировании молодых компаний через венчурные фонды является важным элементом развития венчурной индустрии. Институционалы управляют настолько значительными средствами, что могут в разы увеличить общую капитализацию венчурных фондов, доверив им лишь небольшой процент своих денежных средств. Важно отметить, что крупные международные инвесторы, в первую очередь работающие на рынке ценных бумаг, давно осознали преимущества такого перераспределения капитала, в результате дает:

- ✍ Диверсификацию собственного портфеля и, соответственно, снижение рисков.
- ✍ Получение в среднем более высокой доходности за счёт альтернативных инвестиций.
- ✍ Расширение отраслевой структуры и увеличение количества котируемых компаний - это происходит за счёт листинга новых эмитентов, развитие которых ранее было профинансировано напрямую через венчурные фонды.

Венчурные инвесторы, занимаясь развитием своих портфельных компаний, не только развивают сектор малого и среднего бизнеса (чем способствуют решению одной из фундаментальных макроэкономических задач правительства), но и устраняют проблему ликвидности фондового рынка. Конечно, они не поставляют финансовые средства на этот рынок. Венчурные управляющие готовят игроков для него, выводят в «большой бизнес» наиболее перспективные и подготовленные компании. А это, в свою очередь, привлекает на фондовый рынок новых игроков и разогревает интерес со стороны розничных инвесторов.

В США в среднем порядка 30% компаний, впервые выпускающих акции для свободного обращения на биржу, изначально были «вращены» именно за счёт средств и усилий венчурных инвесторов.

Арифметика проста - чем выше капитализация фондов, тем больше сделок проводится и в абсолютном выражении, соответственно, большее количество компаний «дорастает» до стадии IPO.

В мировой практике для венчурных фондов и фондов прямых инвестиций из всех возможных вариантов «выходов» из участия в портфельных компаниях наиболее предпочтительным является IPO. Подготовка IPO компаний хоть и является очень трудоёмким занятием (особенно с учётом российской специфики), но при правильном подходе даёт наибольший возврат на вложенные средства и время. При этом в большинстве случаев вариант IPO максимально устраняет возможный конфликт интересов между менеджментом и совладельцами компании и инвесторами, особенно в тех случаях, когда листинг даёт возможность выхода компании на новую ступень развития.



До недавнего времени «окно» IPO было закрыто для российского среднего и малого бизнеса, особенно работающего в технологическом секторе, поэтому все дискуссии по этому поводу рассматривались как чисто теоретические. Тем не менее, в связи с развитием российской экономики и рядом глобальных процессов, которые, хотим мы того или нет, в подавляющем большинстве случаев серьёзно сказываются на перспективах развития России и ее позициях на глобальных рынках, у российских компаний появилась реальная возможность листинга на мировых биржах.

В первую очередь речь идёт о London Stock Exchange и её подразделении - AIM (Alternative Investment Market), которая в последние годы стала лидирующей площадкой для листинга малых и средних компаний из разных стран, в том числе и инновационных. Хотя размещения инновационной компании из России было еще не так много, тем не менее недавние размещения (в том числе Rambler Media Group и АФК Система) разогревают интерес к эмитентам с российскими активами, не связанными с природными ресурсами.

В настоящее время несколько технологических компаний планируют выход на биржи. Их удачное размещение, в первую очередь на международных биржах, и последующий рост смогут повлиять на отношение международных и внутренних инвесторов к российскому рынку технологий.

Есть надежда, что возрастающий интерес к российским малым и средним компаниям даст толчок к развитию биржевых инструментов в России. Тем не менее, основные вопросы - сможет ли (а точнее, когда сможет) сложившаяся в стране система биржевой торговли обеспечить достаточную ликвидность акций российских эмитентов из среднего и малого бизнеса, а также - как скоро в этот процесс включатся российские пенсионные фонды и страховые компании - остаются на повестке дня.



## Патентные риски в России

Наряду с финансовыми и технологическими рисками, одним из препятствий на пути коммерциализации отечественных разработок и вовлечения венчурных инвестиций в наукоемкий сектор являются патентные риски, связанные с непроработанностью законодательства в области интеллектуальной собственности (ИС). По мнению участников инновационного и венчурного рынка, основным недостатком текущих регуляторных норм является проблема определения прав собственности на разработки, созданные за счет государственного бюджета.

Актуальность этой проблемы вызвана тем, что основным источником финансирования крупных научных проектов в России было и остается государство, и множество технологий, имеющих высокий потенциал коммерческого применения, были созданы полностью или частично за счет бюджетных средств. Многие инновационные предприниматели в России являются выходцами из НИИ и университетов, и базу для своих разработок они создавали в рамках бюджетных проектов. На сегодняшний день нормативная база трансфера подобных технологий недостаточно проработана, и как следствие - венчурный инвестор и предприниматель-инноватор вынуждены рассматривать риск предъявления государством исключительных прав на технологии, определенный этап создания которых финансировался из средств бюджета.

Вопрос о передаче прав на разработки, созданные за счет государства, является весьма непростым, поскольку государство нуждается в компенсации за бюджетные вложения. В то же время, при неразвитости государственных механизмов эффективного превращения инноваций в коммерческий продукт, есть риск, что технология может так и не получить своего воплощения в виде приносящего прибыль продукта. При передаче же технологии коммерческому сектору на легких условиях (в частности, безвозмездно), государство может получить значительную компенсацию в будущем в виде налоговых поступлений от реализованных проектов.

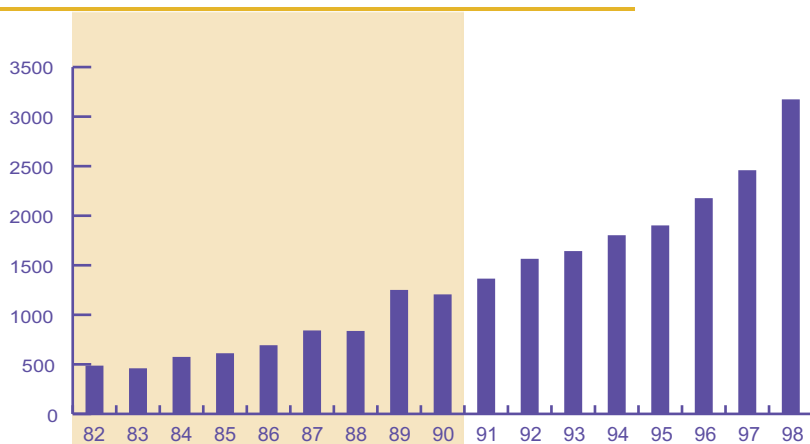
Необходимость трансфера результатов бюджетных разработок в коммерческий сектор возникает и в развитых странах мира, а эффективная юридическая база перетока технологий - ключевое условие успеха венчурной системы. Это подтверждает, в частности, опыт США. Общеизвестно, что в 1980-1990-е годы США, а следом за ними и весь мир, пережили бум электронных, компьютерных и информационных технологий (ИТ), финансовым двигателем которого был венчурный капитал. Однако менее известным остается тот факт, что многие из технологий, ставших основой ИТ-бума, были созданы в университетах и исследовательских организациях за счет бюджета в более ранние годы.

Например, «оконный» интерфейс стандарта Windows был впервые продемонстрирован еще в 1968 году в рамках проекта Стэнфордской исследовательской лаборатории. Затем эти идеи были развиты в 70-х годах в

компаниях Lisp Machines Inc. и Symbolics Lisp Machines, также выросших из оборонных проектов Массачусетского Технологического Института. Значительная часть этих результатов стала доступной для использования частным сектором, что вылилось в появление лидирующих технологий Apple и Windows. Многие другие американские достижения также основывались на разработках, выполненных в стенах государственных организаций и университетов.

Возможность быстрого превращения фундаментальных разработок и оборонных технологий в коммерческий продукт - результат наличия эффективного механизма перетока научных разработок, производимых за государственный счет, в предпринимательский, в частности, в венчурный сектор. Основой системы коммерциализации науки в США стал закон Бая-Доула (Bayh-Dole Act) 1980 года, передавший разработчикам права на интеллектуальную собственность, созданную на средства бюджета. До этого лишь 4% полученных патентов запускалось в производство, поскольку более 60% разработок финансировалось государством и не перетекало в частный сектор. После принятия закона количество патентов, выданных университетам за год, увеличилось в более чем 6 раз, на базе университетов возникло свыше 2 тысячи компаний, а бюджет стал ежегодно получать 40-50 млрд долларов за счет налоговых платежей инновационных компаний, что окупало затраты на науку. Процесс становления законодательных рамок трансфера технологий в США продолжается - только в 1990-х годах было принято около 80 законодательных актов и поправок в данной области.

**Число патентов, выданных университетам США  
после принятия закона Бая-Доула в 1980 году  
(по данным Science & Engineering Indicators 2002)**



В законодательстве США были предусмотрены меры, направленные на стимулирование венчурного бизнеса. Так, например, при реализации изобретений на стадии предоставления лицензий университеты должны отдавать предпочтение малым предприятиям (с числом занятых до 500 человек) в случае, если такие предприятия обладают необходимыми ресурсами и возможностями для коммерциализации разработок. Законы, подобные американским, в последние десятилетия были приняты в большинстве развитых стран, по мере становления национальных венчурных систем. В России же, после распада СССР и начала рыночных реформ, в результате ослабления системы контроля за распоряжением государственной собственностью научные организации и предприятия стали продавать непосредственные результаты своих разработок, в основном, «сырые» патенты, пользуясь пробелами в законодательстве.

С целью наведения порядка в данной области, в 1998 году права на бюджетные разработки были закреплены за государством Указами Президента и Постановлением Правительства. Однако данный шаг не привел к кардинальному улучшению ситуации. Поток утекающих (чаще всего за рубеж) разработок, созданных в государственных учреждениях, остановить не удалось из-за появления схем обхода ограничений. Государство, в свою очередь, не смогло за короткие сроки построить эффективную систему трансфера технологий. А инвесторы вынуждены закладывать риск предъявления государственными органами исключительных прав на разработку, созданную в рамках НИИ и государственных ВУЗов до момента инвестирования. Таким образом, вопрос о передаче прав разработчикам снова стал на повестку дня.

Новая редакция Патентного закона от 07.02.03 г. № 22-ФЗ включает нормы, регулирующие вопросы, связанные с правами на объекты промышленной собственности, созданные с использованием государственных средств. В этом законе была намечена тенденция в сторону «американской модели», то есть передача прав на ИС разработчикам. Статья 9.1 данного закона касается случая выполнения работ по госконтрактам. Согласно ей приоритетное право на получение патентов на объекты интеллектуальной собственности, созданные в рамках государственных контрактов, закреплено за научной организацией - исполнителем контракта, при этом исполнитель по требованию госзаказчика обязан предоставить неисключительную безвозмездную лицензию на использование запатентованных изобретений для государственных нужд. Для особых случаев, когда разработка всецело принадлежит государству (технологии, связанные с вопросами обороноспособности и безопасности страны), должен быть подписан специальный контракт. Тем не менее ситуация, когда финансирование НИОКР происходило из бюджетных средств на основе субсидий или субвенций, осталась (и остается) не до конца проясненной и требует своего решения.

В январе 2004 года правительство признало, что одним из сдерживающих факторов в развитии венчурных инвестиций в наукоемкие технологии является не до конца устраненное противоречие между указами и постановлениями 1998 года и новым Патентным законом, был одобрен проект Постановления «О порядке распоряжения правами на результаты научно-технической деятельности, полученные за счет средств федерального бюджета». В нем предполагается, что результаты научно-технической деятельности, созданные за счет средств бюджета, закрепляются за разработчиком. Условием этого является предоставление государству прав на безвозмездное некоммерческое использование, аналогично случаю госконтрактов.

В 2004 году Минобрнауки выступило с предложением принять законы, в которых бесплатная передача прав на бюджетные разработки получит четкое юридическое оформление. Но вопрос не был согласован из-за начала административной реформы. Летом 2005 года к этому вопросу вернулись уже депутаты Госдумы. Законодатели признают, что необходимость в выработке новых нормативов настала давно, однако они также как и Минфин сомневаются в целесообразности бесплатной передачи прав на ИС. По их мнению, бизнес должен покупать технологии у государства или же брать их в концессию, то есть во временное пользование. Законопроект в такой редакции может стать шагом назад, поскольку в случае госконтрактов конфликт решается в пользу разработчиков.

Впрочем, возможны и компромиссные варианты. Например, в Германии Министерство исследований и технологий участвует в доходах от коммерциализации бюджетных разработок (до 10%), что обеспечивает некоторый уровень непосредственной отдачи от бюджетных затрат. Другим средством контроля за судьбой разработок может стать введение четких критериев «эффективного собственника», стимулирующее усилия исследовательских организаций по коммерциализации разработок. В случае недостаточности таких усилий, возможно предоставление права свободного доступа к разработке всем желающим по истечении определенного промежутка времени. В основе такого подхода лежит тот факт, что успешное коммерческое применение инноваций обеспечивает отдачу на бюджетные затраты посредством налоговых поступлений.

Таким образом, возможности решения данной проблемы в пользу разработчиков с учетом интересов госбюджета существуют. Следствием юридической фиксации преимущественных прав разработчиков на ИС, созданную за счет государства, станет снижение рисков при ее вовлечении в коммерческий оборот, что увеличит интерес к ней со стороны венчурных инвесторов. А прописанная в законе ориентация на малые и средние предприятия, по американскому образцу, может стать дополнительным стимулом для развития венчурных проектов. Государство же получит существенную компенсацию, благодаря налоговым поступлениям от их реализации.

## Комментарии к аналитической части

Опубликованный в прошлом году первый Аналитический сборник РАВИ «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России 1994-2004» разошёлся тиражом более тысячи экземпляров, включая печатные версии, распространяемые на различных мероприятиях, почтовые рассылки и количество «скачиваний» с интернет-сайта зарегистрированными пользователями. В многочисленных отзывах на Обзор, невозможно было не обратить внимание на один аргумент, который в разной форме звучал в большинстве получаемых сообщений: цифры по объёму прямых инвестиций в России, представленные в нем, не соответствуют данным в других отчётах, публикуемых на эту тему аналитическими агентствами или профильными ведомствами. Учитывая, что в прошлом Обзоре данные были представлены в агрегированном виде по пятилеткам, а с этого года данные будут публиковаться отдельно по годам (давая тем самым возможность более детального сравнения показателей по различным направлениям), возражений может быть ещё больше. Поэтому считаем необходимым дать некоторые разъяснения по этому вопросу.

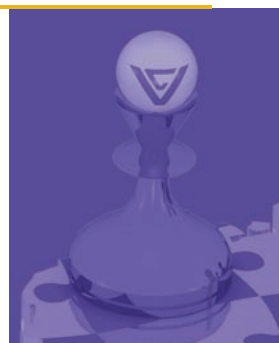
Данные, собираемые РАВИ, имеют отношение только к тем финансовым структурам, которые позиционируют себя как фонды прямых и/или венчурных инвестиций и действуют на территории России. В данную статистику не входят суммы по сделкам рынка Слияний & Поглощений и не учитываются суммы инвестиций внутри холдингов (исключения представляют кэптивные корпоративные фонды). Не рассматриваются также инвестиции, сделанные частными лицами без использования механизмов коллективного вложения средств посредством фондов прямых инвестиций.

От данных Центрального банка по прямым иностранным инвестициям статистика РАВИ отличается прежде всего тем, что не учитывает инвестиции в российские компании, сделанные иностранными корпорациями (такие как, например, сделка ТНК-ВР). От данных различных гос. служб и министерств она также отличается тем, что не учитывает суммы кредитов, выданных иностранными банками российским компаниям, портфельные инвестиции зарубежных инвесторов на российском фондовом рынке, а также размещение акций и долговых бумаг российских компаний на западных биржах.

Сборник РАВИ не является аналогом статистики по прямым иностранным инвестициям и не дает абсолютные показатели объема всех средств, вложенных в акционерный капитал (или кредитов, предоставленных акционерами) российских компаний: от маленьких кафе до крупных заводов. Иными словами, данная статистика не предназначена для оценки всего объёма беззалоговых финансовых вложений всех видов частных инвесторов в развитие всех видов российских предприятий. Статистика РАВИ отражает только активность финансовых структур, действующих по схеме фонда прямых и/или венчурных инвестиций.

Возникает резонный вопрос - какой процент составляют представленные в данном отчёте цифры от общего объема всех прямых инвестиций в России. На сегодняшний день экспертам РАВИ не известно ни методики, позволяющей с высокой долей вероятности получить такую информацию и научно ее обосновать, ни организации, способной осуществить такое исследование. Общий объем прямых инвестиций в России может быть оценен только субъективным образом с использованием косвенных данных - по объемам операций в различных секторах финансовых рынков и промышленности. По оценкам различных специалистов, эта цифра может колебаться настолько значительно, что такая погрешность не позволяет использовать эти данные для последующего анализа. Поэтому, во избежании неверных толкований и неточного цитирования, эксперты РАВИ предпочитают не давать экспертную оценку объёмов прямых инвестиций.

В данном Обзоре хотелось бы особо обратить внимание на то, что в представленной статистике более всего привлекают внимание не столько абсолютные цифры, сколько динамика развития данного сектора. Степень «организованности» рынка прямых инвестиций (т.е. перераспределение потоков финансирования на развитие предприятий через специализированные управляющие компании) является одним из важнейших признаков становления экономики в целом, как и темпы развития данной индустрии в последние несколько лет, и вселяет значительную долю оптимизма и уверенность в успешное развитие рынка прямых и венчурных инвестиций в России



## Основные моменты рынка 2003-2004

- ✍ Количество действующих фондов за исследуемый период выросло на 44% и к концу 2004 года достигло - 62. Объем средств под управлением достиг 4,1 млрд долларов.
- ✍ Объем собранных за 2003-2004 годы средств в новые фонды составил 1,25 млрд долларов.
- ✍ Число управляющих компаний, действующих на территории Российской Федерации, на декабрь 2004 года составило 46 компаний, что отразило рост за два года на 27%.
- ✍ Общая сумма инвестиций в российские компании в период 2003-2004 годов составила 427 млн долларов или более 16% от всех средств, вложенных за 1994-2004 годы.
- ✍ Компании IT отраслей остаются крупнейшим сектором, инвестиции в который составили за исследуемый период 176 млн долларов или 42% от общего объема средств, проинвестированных в 2003-2004 годы.
- ✍ Общее количество профинансированных компаний за 2003-2004 годы - 71, средний размер сделки - 6,3 млн долларов.
- ✍ Стадия расширения остается наиболее привлекательной для инвесторов - объем привлеченных средств составил 259 млн долларов, средний размер сделки равен 8,9 млн долларов.
- ✍ Объем вложений на посевных и начальных стадиях вырос и составил 21 млн долларов за 2003-2004 годы, на ранних стадиях - до 84 млн долларов. Средний объем сделки составил 1,9 и 5 млн долларов соответственно.
- ✍ Наиболее популярными способами выхода являются продажа стратегическому инвестору и выкуп менеджерами, на долю которых пришлось соответственно 43% и 52% всех сделок в 2003 году и 33% и 56% сделок - в 2004 году.



## Количество фондов и их капитализация

Российская экономика становится все более привлекательной для фондов прямых и венчурных инвестиций. Приоритетные направления государственной политики, направленные на формирование максимально благоприятной среды для развития малых и средних компаний (в том числе высокотехнологичных), а также положительная динамика развития российской экономики в целом приводят к тому, что для инвесторов создаются все более благоприятные условия для их деятельности.

Период 2003-2004 годов можно охарактеризовать достаточно активным ростом числа создаваемых фондов: за эти два года было сформировано 23 фонда с объемом капитала свыше 1,25 млрд долларов. Прирост количества новых фондов в 2004 году по сравнению с 2003 годом является максимальным за всю историю развития венчурного инвестирования в России - за последний год на рынке появилось больше новых фондов (на 87% по числу и в 3,7 раза по объему собранных средств). В целом к концу 2004 года общее количество всех действующих фондов достигло 62, что на 26% больше, чем в конце 2003 года (49 фондов), и на 44% больше, чем в декабре 2002 года (43 фонда).

Причинами такого значительного роста можно считать целый ряд обстоятельств, наиболее значимыми из которых являются стабильные макроэкономические показатели по странам, присвоение им высоких инвестиционных рейтингов западными аналитическими агентствами и несколько громких историй успеха управляющих компаний, работающих на российском рынке с начала девяностых.

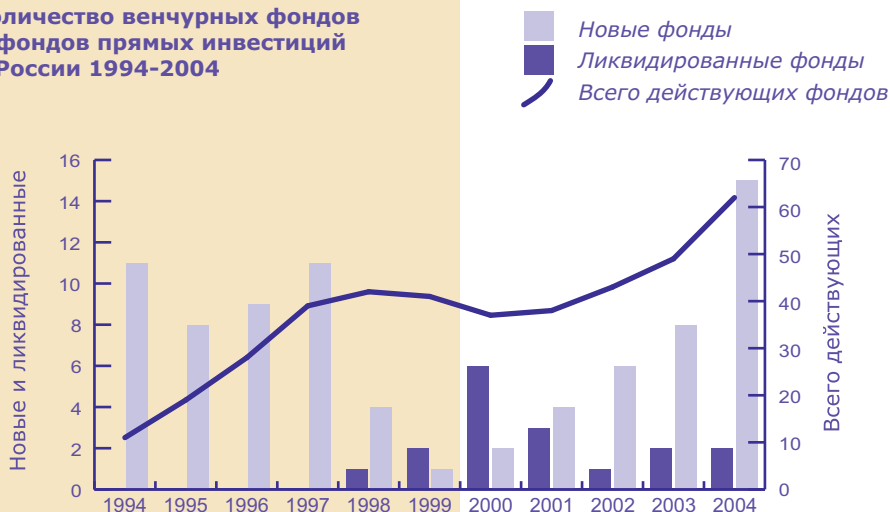
Иностранцы всё больше удовлетворяют уровень политической и макроэкономической стабильности в России. Среди макроэкономических показателей, характеризующих развитие российских предприятий, показатели роста инвестиций в 2004 году были одними из наиболее высоких по сравнению с прошлыми периодами.

В целом, если исходить из распространенного мнения о том, что период деятельности венчурного фонда занимает до десяти лет, можно предположить, что период 2003-2004 годов характеризуется началом нового циклического подъема.

Согласно инвестиционным декларациям «закрытых»<sup>2</sup> в 2003-2004 годах фондов треть из них решили отдать предпочтение инвестированию в компании на стадии расширения, а около половины предпочли не ограничивать свой выбор определёнными стадиями развития потенциальных портфельных компаний, а исходить из рассуждения конкретных инвестиционных предложений.

<sup>2</sup> Имеется ввиду закрытие подписки среди партнеров-инвесторов фонда; таким образом закрытием в процессе организации фонда считается начало его инвестиционного цикла.

### Количество венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в России 1994-2004



Объем капитала под управлением во всех действующих к концу 2003 года фондов составил 3,1 млрд долларов, что на 9% (264 млн долларов) больше, чем в 2002 году, а к концу 2004 год эта сумма возросла на 32% (984 млн долларов) и составила почти 4,1 млрд долларов.

Только пятая часть всех управляющих компаний закладывают в свою политику обязательное условие инвестировать в компании на посевной и других ранних стадиях (в том числе в малые высокотехнологичные компании). Этот показатель является важным индикатором степени вовлеченности венчурных инвесторов в процесс качественного преобразования ориентиров российской экономики.

Макроэкономические тенденции и результаты опросов малых компаний, рассчитывающих на участие венчурных инвесторов, подтверждают тот факт, что для создания стратегического задела и появления большого количества высокоинтеллектуальных производств существует острая необходимость в увеличении объема венчурных инвестиций.

**Для создания стратегического задела и появления большого количества высокоинтеллектуальных производств необходимо увеличение объема венчурных инвестиций**

Например в Европе, объем вложений в технологический сектор на ранних стадиях составил всего 8,1% в 2003 году и 7,2% в 2004 году<sup>3</sup>. Правда, такие достаточно низкие показатели объясняются скорее неравномерным распределением предназначенных для венчурного инвестирования средств по странам Евросоюза. Объем инвестиций в малые компании на ранних стадиях развития в отдельных странах Евросоюза достигает 100%.

Мнения большинства экспертов сходятся в том, что на российском рынке прямого и венчурного капитала конкуренция среди действующих фондов довольно остра, т.е. объем свободных средств превышает количество, необходимое для финансирования проектов, удовлетворяющих требованиям инвесторов. Соотношение «риск-доходность» по проектам ранних стадий не соответствует предъявляемым инвесторами требованиям, поэтому внимание управляющих большинства фондов по-прежнему сосредоточено на «среднем» рынке<sup>4</sup>.

### Капитализация венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в России 1994-2004, млн долларов



<sup>3</sup> Целью данного Исследования не является сравнение российского рынка прямого и венчурного капитала с рынками Европы, однако при рассмотрении глобальных общемировых тенденций авторы считают необходимым сделать ссылку на соответствующие европейские показатели.

<sup>4</sup> Имеется ввиду «прослойка» компаний на стадии расширения, объем запрашиваемых инвестиций в которые варьируется в промежутке от 3 до 10 млн долларов. Цель привлечения инвестиции - усовершенствование и/или диверсификация существующего продуктового ряда.

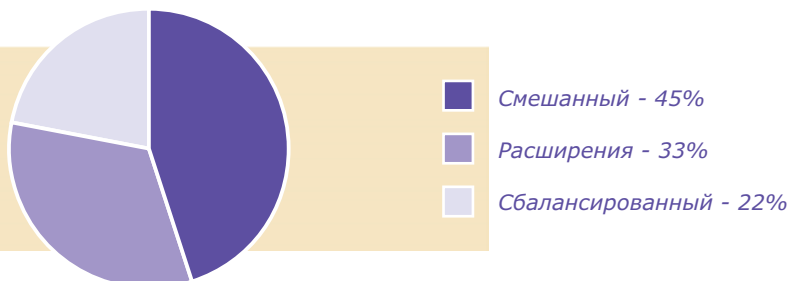
Возможно, ситуацию изменит уже заявившее о себе новое поколение венчурных капиталистов, готовых рассматривать и финансировать проекты с более высоким уровнем риска. Однако то, каким образом сложившаяся на рынке ситуация будет меняться - появится больше менее рискованных проектов или венчурные инвесторы повысят уровень своей толерантности - остается темой для обсуждения.

Положительная динамика появления фондов на рынке также подтверждается инвестиционными планами управляющих компаний относительно дальнейшей работы: многие управляющие компании уже заявили в своих планах на 2005 год и подтвердили их реальными действиями по активному сбору новых фондов. Согласно предварительным данным, в первом полугодии 2005 года проходило «закрытие» трех новых фондов объемами 50, 100 и 150 млн долларов.

Отток капитала с рынка был незначительным, что было связано не столько с неудачами, сколько с успешным окончанием работы и возвращением средств инвесторам со значительной прибылью. В период 2003-2004 годов успешно завершили свою деятельность 3 фонда, вернув с прибылью вложенные 200 млн долларов, и только один фонд (подразделение крупного международного фонда прямых инвестиций) закрыл московский офис, не успев развернуть свою деятельность. Во многом положительной динамике способствуют впечатляющие «истории успеха», инвестиционные вложения, рентабельность по которым в отдельных случаях превысила 100%.

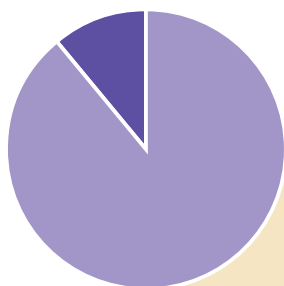
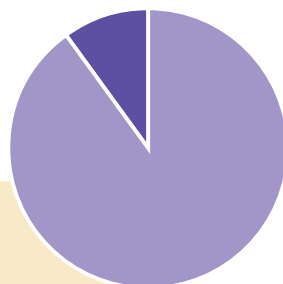
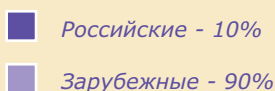
Дополнительным фактором также является конкретизация и последовательная реализация планов правительства по развитию и реорганизации ВИФа - Венчурного Инновационного Фонда (фонда фондов), основная задача которого - способствовать появлению российских венчурных фондов для инвестиций в инновации.

### Специализация фондов, действующих в РФ на конец 2004 года

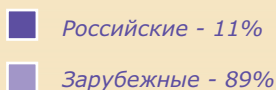


# Источники капитала фондов

## Источники капитала 1994-2004



## Источники капитала 2003-2004



Главный вывод, который можно сделать, анализируя источники капитала, заключается в том, что преобладающую роль в работе фондов прямых инвестиций продолжают играть зарубежные инвесторы. В 2004 году иностранные инвесторы увеличили свои вложения в фонды, действующие на территории России, более чем в четыре раза по сравнению с предыдущим годом, и почти в 10 раз их инвестиции за 2004 год превысили средства российских инвесторов.

**Преобладающую роль в работе фондов прямых инвестиций продолжают играть зарубежные инвесторы**



Активность российских инвесторов, направляющих средства в венчурные фонды и фонды прямых инвестиций, за 2004 год снизилась. Это достаточно интересный факт, связанный скорее всего не столько с отсутствием интереса у российских инвесторов к «домашнему» рынку, сколько с методологией и способом учёта собираемой статистики. Если вспомнить, что среди всех стран вторым по объёму инвестиций в российскую экономику остаётся Кипр<sup>5</sup>, то можно предположить, что ситуация со страновым происхождением источников инвестиций не настолько плоха.

Возможно, учитывая последние истории, связанные с налоговыми претензиями к крупным российским компаниям, российские инвесторы предпочитают «заводить» деньги в Россию через офшорные структуры. Данная статистика выглядит странно на фоне чрезвычайно благоприятной для России международной конъюнктуры на рынках сырьевых материалов и значительно возросшей ликвидности российских финансовых рынков. Очень вероятно, что статистика по российским источникам в значительной степени в будущем изменится.

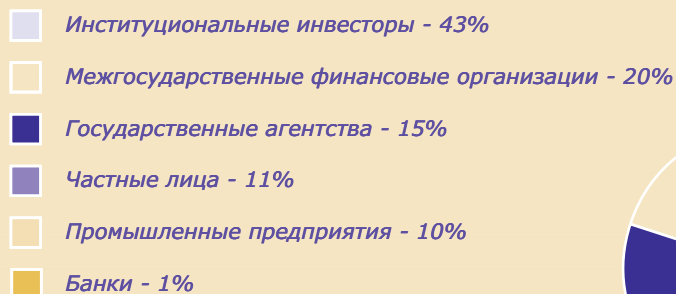
Из российских инвесторов традиционно активными остаются две категории - промышленные предприятия и институциональные инвесторы. Это подчеркивает тот факт, что Россия постепенно приближается к иностранной модели финансовых рынков. Однако надо отметить достаточно резкое снижение участия коммерческих банков. Возможно из-за ужесточившихся требований Центрального банка к процедуре проектного финансирования, банки предпочитают вкладывать на рынке прямых инвестиций через структуры аффилированных финансово-промышленных групп.

<sup>5</sup> Федеральная Служба государственной Статистики, Расчеты РЭО (Русское Экономическое Общество).

## Российские источники 1994-2004



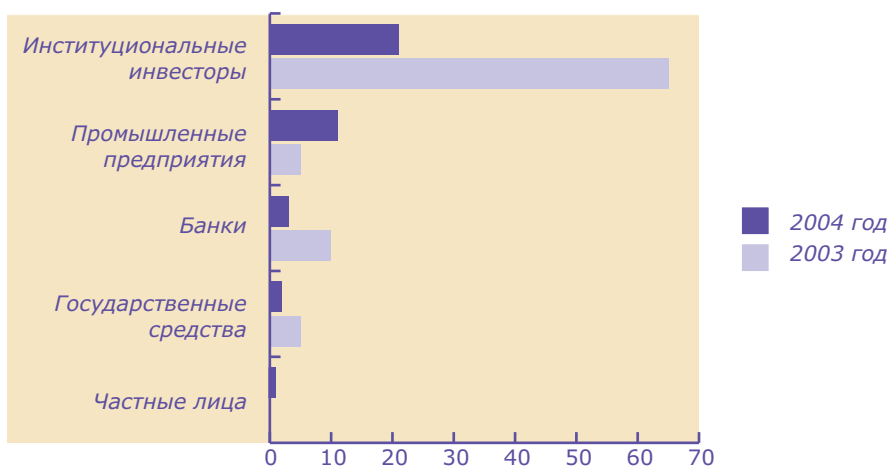
## Зарубежные источники 1994-2004



## Российские источники 2003-2004

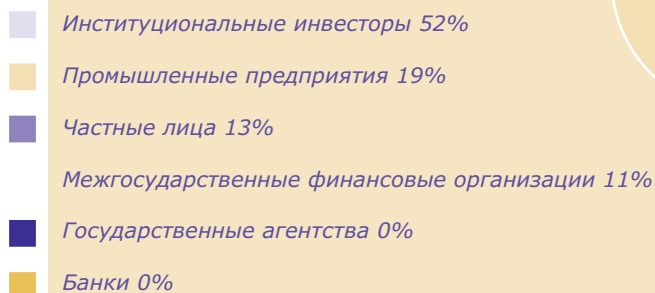


## Российские источники 2003-2004, млн долларов

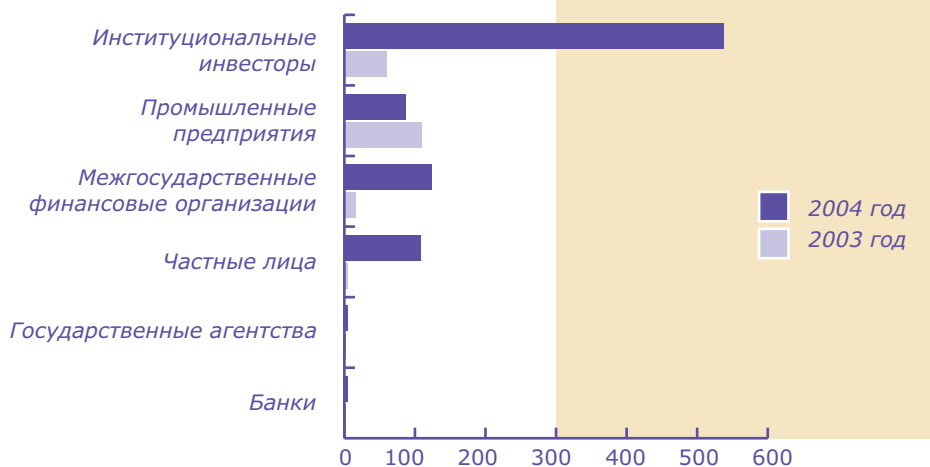




## Зарубежные источники 2003-2004



## Зарубежные источники 2003-2004, млн долларов



Физические лица, как и в прошлом периоде, практически не принимают участия в инвестиционном процессе. Однако можно отметить увеличение количества особого вида закрытых ПИФов, принадлежащих к категории особо рискованных (венчурных инвестиций), многие из которых в конце 2004 года находились в процессе сбора, поэтому их появление никак не сказалось на показателях за отчетный период. По-видимому в 2005 году следует ожидать прироста показателей по данной статье.

Ситуация с отсутствием на рынке российских пенсионных фондов остается без изменений. Реформа системы пенсионного обеспечения проходит пока не очень успешно - под управление частным управляющим компаниям только небольшое количество граждан передали свои средства, а единственный государственный управляющий, у которого находится подавляющая денежная масса, законодательно сильно ограничен в выборе финансовых инструментов. К сожалению, данное обстоятельство сильно тормозит развитие венчурной индустрии в России.

Определенный и долгожданный интерес к рынку возник у страховых компаний. На сегодняшний момент это пока разовые крупные вложения в отдельных отраслях. Однако в 2005 году данные прецеденты должны получить свое развитие и перерасти в положительную тенденцию.

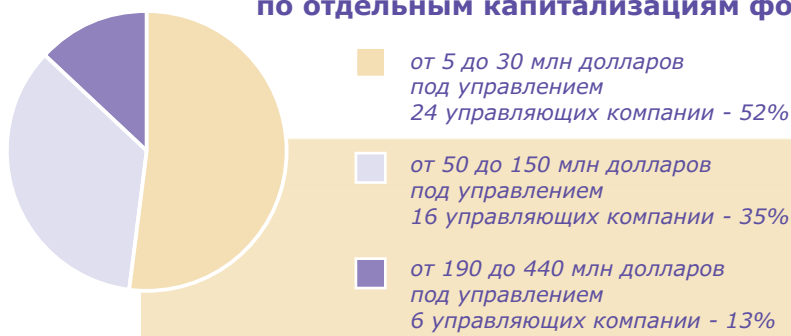
**Из российских инвесторов традиционно активными остаются две категории - промышленные предприятия и институциональные инвесторы**



# Классификация управляющих компаний

К концу 2004 года число управляющих компаний, действующих на территории Российской Федерации, достигло 46, из которых 11 зарегистрированы в России, остальные за рубежом. Среди иностранных управляющих компаний 3 не имеют представительского офиса в России. По объемам средств, находящихся под управлением каждой из компаний, их можно условно разделить на три группы.

## Сегментирование управляющих компаний по отдельным капитализациям фондов

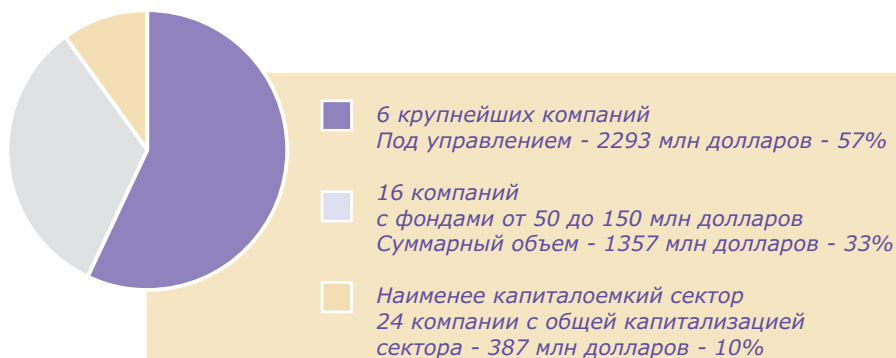


К наиболее капиталоемкой группе принадлежат 6 управляющих компаний, под управлением которых находятся 9 крупнейших фондов размером до 440 млн долларов с общим объемом средств порядка 2,3 млрд долларов. Фонды этой группы инвестируют, в основном, в компании на поздних стадиях и стадии реструктуризации. Декларируемый минимальный объем инвестиций составляет порядка 5-10 млн долларов. Средства фондов на 100% являются иностранными, 33% из которых были привлечены в 2003-2004 годах.

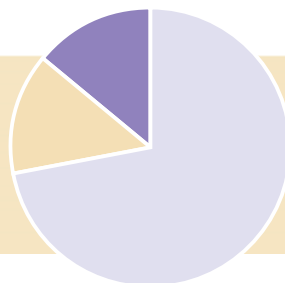
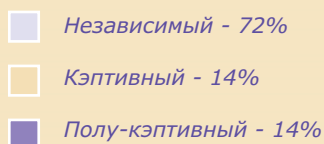
Во второй группе находятся 16 управляющих компаний с фондами размером от 50 до 150 млн долларов и общим объемом средств под управлением около 1,3 млрд долларов. Порядка 25% всех средств (331 млн долларов) были привлечены в 2003-2004 годах, из них 23% - российского происхождения. На декабрь 2004 года около 300 млн долларов (23%) еще не были распределены.

Фонды данной группы инвестируют на всех стадиях развития компаний. В этой группе находится наибольшее количество управляющих компаний - 24, с размером фондов от 5 до 50 млн долларов. Общий объем средств под управлением составляет 387 млн долларов, из которых 43% было привлечено в 2003-2004 годах, из них 23% получены из российских источников. Наибольшее внимание фонды этой группы уделяют компаниям на ранних стадиях развития и на стадии расширения. К концу 2004 года 46 млн долларов (12%) оставались свободными для инвестирования.

## Распределение средств управляющих компаний по общей капитализации управляемых фондов



## Распределение по типу управляющих компаний 2003-2004

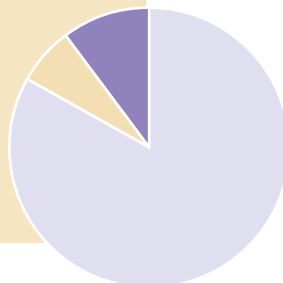


**72% действующих на территории Российской Федерации управляющих компаний являются независимыми**

# ОСУЩЕСТВЛЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

## Общее количество профинансированных компаний

- 1994-2002 годы - 350 компаний
- 2003 год - 28 компаний
- 2004 год - 43 компании



## Инвестиции по отраслям

Общая сумма инвестиций в российские компании в период 2003-2004 годов составила 427 млн долларов, что составляет более 16% от всех средств, вложенных за период 1994-2004 годов. Бесспорным лидером среди получателей этих инвестиций стали компании IT отраслей (сектор телекоммуникаций и компьютеры), объем вложений в которые составил порядка 176 млн долларов, или около 42% от общего объема проинвестированных в 2003-2004 годы средств.

Для справки: аналогичная ситуация сохраняется и в странах Евросоюза, где доля средств, направленных на финансирование IT компаний, достигает 68%. Высокий спрос на продукты отрасли и низкий уровень операционных расходов порождают высокую рентабельность IT проектов, что делает их крайне привлекательным объектом для вложения средств.

Сектор компьютеров привлек за исследуемый период 24% всех инвестиций или 101 млн долларов, на сектор коммуникаций приходится 17% (74 млн долларов).

Стабильно весомым получателем прямых и венчурных инвестиций остаются компании потребительского рынка, вложения в которые за 2003-2004 годы составили в сумме 100 млн долларов (или 23% от общего объема инвестиций).

Необходимо отметить рост вложений в биотехнологические компании (64% всех инвестиционных сделок за 1994-2004 годы пришлось на данный сектор), и снижение активности в области энергетики - за последние два года не было зафиксировано ни одной сделки.

Общее количество профинансированных компаний за 2003-2004 годы - 71. Средний размер сделки в 2003 году - 7,35 млн долларов и в 2004 году - 5,14 млн долларов. За два года размер сделок в среднем снизился до 6,3 млн долларов, по сравнению с периодом 1994-2002 годов (7,1 млн долларов).

### Распределение инвестиций по отраслям 1994-2004, млн долларов

Отрасль	1994-2004		2003		2004	
	Сумма	%	Сумма	%	Сумма	%
Потребительский рынок	691	26	42	20	58	26
Телекоммуникации	512	20	49	24	25	11
Энергетика	228	9	0	0	10	5
Компьютеры	212	8	41	20	61	27
Легкая промышленность	195	7	8	4	7	3
Промышленное оборудование	167	6	35	17	3	1
Финансовые услуги	138	5	9	4	25	11
Строительство	92	4	0	0	0	0
Сельское хозяйство	83	3	0	0	10	5
Электроника	66	3	9	5	2	1
Химические материалы	56	2	0	0	1	1
Медицина/ здравоохранение	53	2	0	0	6	3
Транспорт	51	2	8	4	1	1
Биотехнологии	25	1	5	2	11	5
Другое	40	2	0	0	0	0
<b>Итого</b>	<b>2608</b>	<b>100</b>	<b>206</b>	<b>100</b>	<b>221</b>	<b>100</b>

### Распределение инвестиций по отраслям 1994-2004, млн долларов



### Распределение инвестиций по отраслям 2003-2004, млн долларов



## Инвестиции по стадиям

Стадия расширения является бесспорным лидером как в отчетный период (2003-2004 годы), так и за весь период исследования (1994-2004 годы). Максимальный объем инвестиций был вложен фондами именно на этой стадии - 1513 млн долларов за 1994-2004 годы, в т.ч. в 2003-2004 годах - 259 млн долларов (95 млн долларов в 2003 году и 164 млн долларов в 2004 году), что составляет 17% от всей суммы средств, вложенных на этой стадии в 1994-2004 годах. Средний размер сделки составляет 8,9 млн долларов.

Можно отметить рост числа вложений на посевных и начальных стадиях - за 2003-2004 годы было вложено 21 млн долларов (13 млн долларов в 2003 году и 7,9 млн долларов в 2004 году).

Также наблюдается рост числа сделок на ранних стадиях - 84 млн долларов за 2003-2004 годы со средним объемом сделки 5 млн долларов (55 млн долларов в 2003 году и 29 млн долларов в 2004 году).

Таким образом, объем инвестиций на венчурных стадиях<sup>6</sup> в 2003-2004 годах составил 105 млн долларов (69 млн долларов в 2003 году и 36 млн долларов).

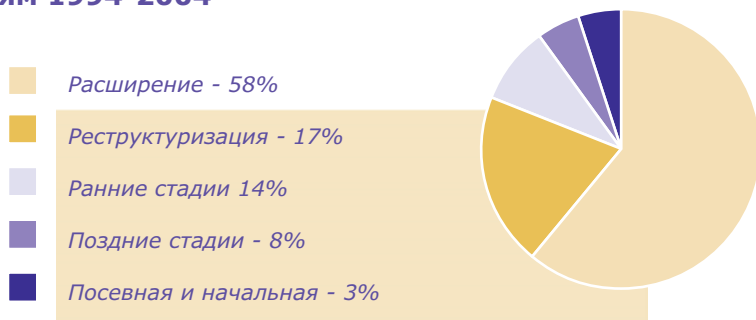
## Распределение инвестиций по стадиям 1994-2004

Стадии	1994-2004		2003		2004	
	Сумма	%	Сумма	%	Сумма	%
Расширения	1514	58	95	46	164	73
Реструктуризации	445	17	30	15	10	5
Ранние стадии	376	15	56	27	29	13
Поздние стадии	206	8	13	6	10	5
Посевная и начальная	67	2	13	6	8	4
<b>Итого</b>	<b>2608</b>	<b>100</b>	<b>206</b>	<b>100</b>	<b>221</b>	<b>100</b>

<sup>6</sup> Согласно адаптированной классификации EVCA, под венчурными стадиями понимаются посевные, начальные и другие ранние стадии развития компаний.

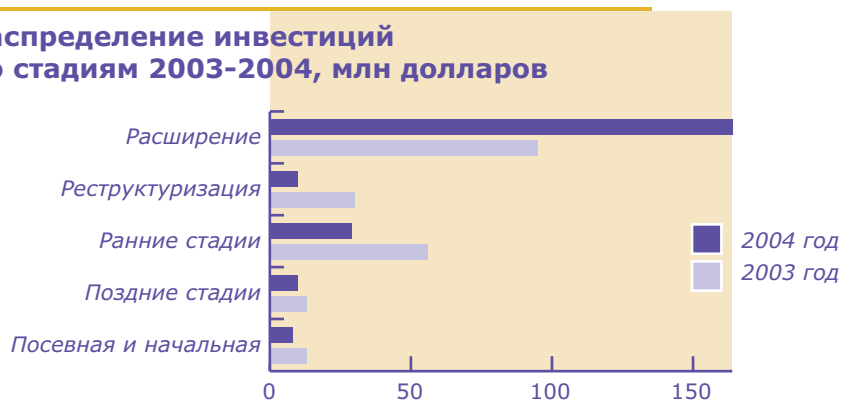


## Распределение инвестиций по стадиям 1994-2004



Объем инвестиций на стадиях реструктуризации и поздних стадиях снизился в 2003-2004 годах и составил около 40 млн долларов (30 млн долларов в 2003 году и 10 млн долларов в 2004 году), средний объем сделки - 8,85 млн долларов. В значительной степени, замедление активности в этой области может быть объяснено процессами реформирования и развития компаний в перестроечное время и низкой инвестиционной активностью на венчурных стадиях в середине-конце 90-х годов, что привело к ситуации, когда уже существовавшие и понятные бизнесы поделены, настроены и оптимизированы, а нового поколения достойных для инвестиций компаний не появилось.

## Распределение инвестиций по стадиям 2003-2004, млн долларов



## Инвестиции по федеральным округам

С точки зрения наметившихся за десятилетнюю историю развития венчурного бизнеса тенденций, картина распределения объемов инвестиций по федеральным округам практически не изменилась.

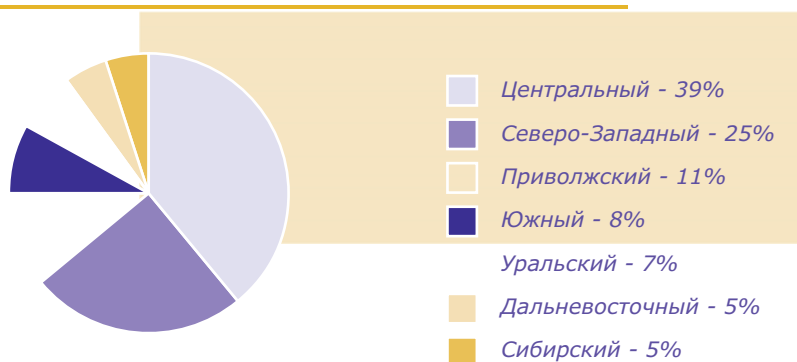
Наибольший объем инвестиций за 2003-2004 годы приходится на Центральный и Северо-Западный федеральные округа - 200,32 млн долларов (46%) и 95 млн долларов (22%) соответственно. На эти показатели оказывают влияние разные факторы, среди которых можно выделить исторически сложившуюся в этих регионах наибольшую концентрацию частного капитала, проявляющего высокую степень инвестиционной активности, обусловленной, в том числе, как близостью этих регионов к странам с развитыми финансовыми рынками, так и наличием развитой инвестиционной инфраструктуры.

Достаточно активным в инвестиционном плане районом можно считать Приволжский федеральный округ. Это привлекательный и динамично развивающийся с точки зрения венчурных инвестиций регион. Объем инвестиций в этот округ составил 44 млн долларов, или 11% от общего объема вложенных средств.

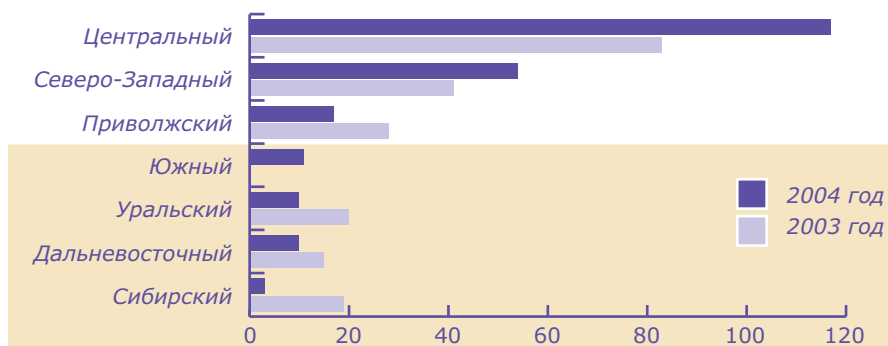
## Распределение инвестиций по федеральным округам 1994-2004

Федеральный округ	1994-2004		2003		2004	
	Сумма	%	Сумма	%	Сумма	%
Центральный	1036	39	83	41	117	53
Северо-Западный	649	25	41	20	54	24
Приволжский	292	11	28	13	17	8
Южный	200	8	0	0	11	5
Уральский	174	7	20	10	10	4
Дальневосточный	132	5	15	7	10	5
Сибирский	126	5	19	9	3	1
<b>Итого</b>	<b>2608</b>	<b>100</b>	<b>206</b>	<b>100</b>	<b>221</b>	<b>100</b>

## Распределение инвестиций по федеральным округам 1994-2004



## Распределение инвестиций по федеральным округам 2003-2004, млн долларов



# ВЫХОДЫ

За 2003-2004 годы число реализованных выходов достигло 40 (21 выход в 2003 году и 19 - в 2004 году). Эта цифра составляет 60% от общего количества выходов по всем инвестициям, сделанными за 1994-2004 годы. Это - достаточно высокий показатель, указывающий на активизирующийся процесс материализации инвестиционных усилий.

Наиболее популярными способами выхода являются продажа стратегическому инвестору и выкуп менеджерами, на долю которых пришлось 9 (43%) и 11 (52%) сделок в 2003 году и 10 (56%) и 7 (33%) сделок в 2004 году. Если соотнести данные по выходам с распределением осуществленных инвестиций по отраслям, то видно, что компании IT отраслей (секторы компьютеров и телекоммуникаций), на долю которых приходится наибольшее количество профинансированных средств, предпочитают осуществлять выход посредством продажи собственных активов крупным публичным корпорациям.

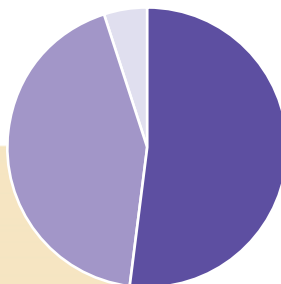
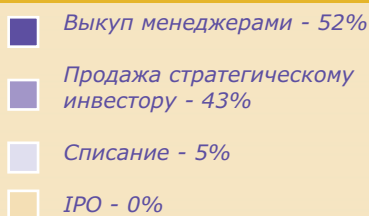
Средний период владения компанией - 5 лет. Доходность по сделкам составляет порядка 35%, однако зафиксированы случаи, когда сделки реализовывались на уровне 70% годовых и пара ярких сделок с уровнем доходности свыше 100%. Стоит отметить, что большинство выходов было осуществлено «серийными фондами».

Среди всех выходов 2004 года 11% (2 сделки) были осуществлены посредством IPO, пока редко используемого инструмента привлечения инвестиций и способа выхода инвестора, хотя во всем мире IPO рассматривается как естественный этап развития любой успешной компании.

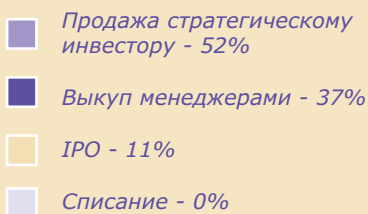
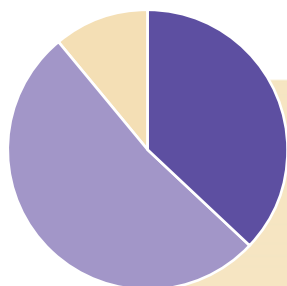
Существующая избыточная ликвидность на финансовом рынке России, повышение инвестиционных страновых рейтингов, приближение уровня корпоративной культуры российских компаний к западным стандартам и увеличение степени их прозрачности, что привело к увеличению квот иностранных инвесторов на вложения в российскую экономику, а также динамика развития рынка IPO в России за последние два года позволяют судить о том, что этот инструмент будет все больше использоваться в ближайшем будущем.

**Наиболее популярными способами выхода являются продажа стратегическому инвестору и выкуп менеджерами**

### Распределение по количеству реализованных выходов 2003



### Распределение по количеству реализованных выходов 2004



### Распределение по количеству реализованных выходов 2003-2004



# Методология

В процессе подготовки материалов были использованы следующие источники:

- ✍ Анкеты, заполненные представителями управляющих компаний (разослано 45 анкет, заполнено 20). Информация в полученных анкетах отражает деятельность 33 фондов с объемом средств под управлением на сумму 2,6 млрд долларов, что составляет 63% от всех средств под управлением действующих сегодня на территории России фондов.
- ✍ Телефонные собеседования с экспертами и профессионалами венчурного инвестирования (было проведено несколько десятков интервью и встреч).
- ✍ База данных Исполнительной дирекции РАВИ и открытые источники.

На основе собираемой информации по каждому фонду составлялся детальный портрет по основным параметрам: источник и размер средств, осуществлённые инвестиции по отраслям, стадиям и регионам, реализованные выходы. Предпринимались все попытки собрать информацию либо по каждой портфельной компании, либо в обобщённом виде в процентном соотношении по каждой из категорий по всему портфелю.

В Обзор включена информация о всех известных Исполнительной дирекции РАВИ финансовых институтах, действующих по классической схеме фонда прямых инвестиций, а также учтены данные об инвестиционных компаниях, использующих интервальные и открытые инвестиционные пулы для осуществления прямых инвестиций.

В случае, когда инвестиции в России были сделаны крупным транснациональным фондом, инвестирующим в целый ряд стран, то капитализация такого фонда считалась на уровне суммы инвестиций, сделанных только в России, а год начала деятельности обозначался годом осуществления первой инвестиции в России.

В процессе обработки данных и перевода показателей из денежного выражения в процентное и обратно промежуточные результаты округлялись до миллиона долларов в большую сторону. В связи с этим, возможное расхождение итоговых данных может достигать 0,5%.

## Отрасли

Для распределения инвестиций по отраслям использовалась адаптированная классификация EVCA:

### Телекоммуникации

- ✍ Телекоммуникационное оборудование
- ✍ Телекоммуникационные услуги
- ✍ Интернет
- ✍ Телеканалы и радиостанции
- ✍ Издательства

### Компьютеры

- ✍ Компьютерное оборудование
- ✍ Программное обеспечение
- ✍ Компьютерные услуги

### Электроника

- ✍ Батареи
- ✍ Источники питания
- ✍ Оптоволокно
- ✍ Научно-аналитические приборы
- ✍ Полупроводники и компоненты

### Биотехнологии

- ✍ Пищевые добавки
- ✍ Технологии растениеводства и животноводства
- ✍ Исследования и оборудование

### Медицина/здравоохранение

- ✍ Медицинские услуги и оборудование
- ✍ Разработка и производство лекарств

### Энергетика

- ✍ Добыча и переработка нефти, угля и газа
- ✍ Бурение и геологоразведка
- ✍ Альтернативные источники энергии

### Потребительский рынок

- ✍ Производство продуктов питания и напитков
- ✍ Торговые сети
- ✍ Туризм, досуг и развлечения
- ✍ Производство одежды
- ✍ Товары для дома

### **Промышленное оборудование**

- ✎ Машиностроение
- ✎ Робототехника
- ✎ Автоматика
- ✎ Приборостроение

### **Лёгкая промышленность**

- ✎ Текстиль
- ✎ Мебель
- ✎ Бумага и целлюлоза
- ✎ Типографии
- ✎ Упаковка

### **Химические материалы**

- ✎ Лаки и краски
- ✎ Клеи и красители
- ✎ Удобрения
- ✎ Новые материалы

### **Транспорт**

- ✎ Транспортные компании и перевозчики
- ✎ Транспортная инфраструктура
- ✎ Почтовые услуги

### **Финансовые услуги**

- ✎ Банковский сектор
- ✎ Страхование
- ✎ Лизинг
- ✎ Агентства недвижимости
- ✎ Финансовые брокеры и посредники

### **Сельское хозяйство**

- ✎ Растениеводство и животноводство
- ✎ Рыболовство
- ✎ Лесное хозяйство и заготовка древесины

### **Строительство**

- ✎ Инженерные и архитектурные услуги
- ✎ Производство строительных материалов
- ✎ Строительные работы

### **Другое**

- ✎ Рекламные агентства
- ✎ Оптовая торговля
- ✎ Консалтинг



## Стадии развития компаний

Для описания стадий развития компаний были определены следующие термины:

### Посевная и начальная

Компания находится либо на стадии концепции, либо только что зарегистрировалась. Требуется завершение НИОКР. Продукт существует в виде прототипа. Продажи отсутствуют или совершенно не значительны. Требуется патентование и другая защита интеллектуальной собственности.

### Ранняя

Произведена опытная партия продукта. Объём продаж позволяет компании быть безубыточной, широкие продажи ещё не начались. Привлечены необходимые менеджеры, но организационная структура требует доработки. Необходимо завершение сертификации и лицензирования.

### Расширение

Компания прибыльна и стабильна на рынке. Требуется увеличение объёмов производства и/или диверсификация в смежные сегменты рынка, а также проведение масштабных рекламных кампаний.

### Реструктуризация

Инвестиции используются для выкупа доли другого фонда, инвестора или одного из основателей. Возможно также повышение эффективности компании посредством укрупнения производственных или продажи непрофильных активов. Реорганизация или принципиальная переоценка бизнес-модели и корпоративной структуры также являются действиями венчурного инвестора на данной стадии.

### Поздние стадии

Средства инвесторов направляются на рефинансирование долга, приобретение компаний-дистрибьютеров или компаний-поставщиков, подготовку компании к продаже или другие действия, направленные на краткосрочное повышение капитализации компании.

### Ответственность сторон

Исполнительная дирекция РАВИ прилагала все усилия для того, чтобы обеспечить реалистичность данных, представленных в этом исследовании. Однако РАВИ не берет на себя никакую ответственность за какие-либо последствия от использования данных этого исследования, а также за неточность показателей и объёмов инвестиций, осуществлённых инвестиционными компаниями и фондами. РАВИ не перекладывает ни на кого ответственность за возможное использование представленных данных. Данное исследование не является рекомендацией для принятия решений об инвестировании.

# Директория

## America First Company L.L.C.

---

Адрес	1104 Farnam Street, Omaha, Nebraska 68102
Телефон	402-444-16-30
E-Mail	Нет данных
Интернет-сайт	<a href="http://www.am1st.com">www.am1st.com</a>
Контактное лицо	Robert Peyton
Фонды под управлением/названия	Нет данных
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	\$ 100 млн
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 5 млн
Региональные предпочтения	Россия, Страны СНГ
Отраслевые предпочтения	Производство продуктов питания

## Baring Vostok Capital Partners

Адрес	123056, Россия, Москва, ул. Гашека 7, Дукат Плэйс II, офис 750
Телефон	+7 (095) 967-13-07
E-Mail	info@bvcp.ru
Интернет-сайт	www.bvcp.ru
Контактное лицо	Нет данных
Фонды под управлением/названия	First NIS Regional Fund, Baring Vostok Private Equity Fund, Baring Vostok Private Equity Fund III
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	\$ 810 млн
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 10 - 40 млн
Региональные предпочтения	Россия и СНГ
Отраслевые предпочтения	нефть, газ, потребительские товары, телекоммуникации и медиа, финансовые услуги, проекты в области высоких технологий
Предпочтительные стадии инвестирования	Поздние стадии
Примеры портфельных компаний	Golden Telecom, СТС Медиа, Яндекс, PPE Group, Европлан, Русфинанс, Мадам Фигаро, Спасск цемент
Примеры реализованных выходов	Боржоми, СладКо, Сыктывкарский ЛПК,

## Delta Private Equity

Адрес	115054, Россия, Москва, Павелецкая пл., 2/3
Телефон	+7 (095) 960-31-31
E-Mail	epanteliushina@dpep.com
Интернет-сайт	www.dpep.com
Контактное лицо	Екатерина Пантелюшина
Фонды под управлением/названия	The U.S. Russia Investment Fund, Delta Russia Fund
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	\$ 500 млн
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 5-10 млн
Региональные предпочтения	Россия
Отраслевые предпочтения	Потребительский рынок, медиа, технологии, телеком, финансовые услуги
Предпочтительные стадии инвестирования	Стадия роста
Примеры портфельных компаний	ДельтаКредит банк, Прайм, SPAR, Вещь!, Национальные Кабельные Сети, Компьюлинк, ДельтаЛизинг
Примеры реализованных выходов	ДельтаБанк (продажа GE Consumer Finance), СТС Media (продажа Fidelity Investments), "Святой Источник" (продажа Nestle), SPAR Middle Volga (продажа "Перекрестку")

## Eagle Venture Partners b. v.

Адрес	105064, Россия, Москва, ул. Садовая-Черногрозская 13/3 стр. 1, офис 6
Телефон	+7 (095) 771-71-15
E-Mail	info@evp.ru
Интернет-сайт	www.evp.ru
Контактное лицо	Валерий Доронин
Фонды под управлением/названия	Eagle Smolensk Fund, Eagle Urals Fund, Eagle Black Earth Fund, Eagle Kazakhstan Fund
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	\$ 85 млн
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 5 млн
Региональные предпочтения	Россия
Отраслевые предпочтения	Нет ограничений
Предпочтительные стадии инвестирования	Стадия роста
Примеры реализованных выходов	Калина, United Bakers, Амстар, Метран, ТАКФ, БЭЗРК
Дополнительные сведения	Новый фонд в процессе создания

## Intel Capital

Адрес	125252, Россия, Москва, Чапаевский пер. 14
Телефон	+7 (095) 721-49-72
E-Mail	russia.proposals.icap@intel.com
Интернет-сайт	<a href="http://www.intel.com/capital">www.intel.com/capital</a>
Контактное лицо	Анна Тюрина
Фонды под управлением/названия	Intel Capital
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	Нет данных
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 1-10 млн
Региональные предпочтения	Нет данных
Отраслевые предпочтения	IT, программное и техническое обеспечение
Предпочтительные стадии инвестирования	Все стадии
Примеры портфельных компаний	ru-Net, Электро-Ком
Примеры реализованных выходов	Нет данных

## Nordic Russian Management Company Ltd (Norum Ltd)

Адрес	191015, Россия, Санкт-Петербург, пер. Калужский, д. 3
Телефон	+ 7 (812) 320-04-04
E-mail	hcdn@norum.spb.ru
Интернет-сайт	www.norum.ru
Контактное лицо	Hans Christian Dall Nygard
Фонды под управлением/названия	EBRD North West and West Russia Regional Venture Fund I and II
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	\$ 88 млн
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 3 млн
Региональные предпочтения	Россия
Отраслевые предпочтения	Потребительские товары, включая пищевой сектор, розничная торговля, лесная промышленность, телекоммуникации
Предпочтительные стадии инвестирования	Ранняя стадия, расширения и развития
Примеры компаний	Инмарко - лидер на рынке мороженого в России по объемам производства и продаж Таском - один из крупнейших операторов в Москве (телекоммуникационные услуги)
Примеры реализованных выходов	Ретал, производитель преформ и крышек для пластиковых бутылок ЛДК-3 - лесопильно-деревообрабатывающий комбинатов в г. Архангельске

## Quadriga Capital Russia

Адрес	191011, Россия, Санкт-Петербург, Невский пр., д. 30, офис 3.14
Телефон	+7 (812) 325-84-74
E-Mail	info@quadriga-capital.ru
Интернет-сайт	Нет данных
Контактное лицо	Dr. Reinhard Kohleick
Фонды под управлением/названия	St. Petersburg Regional Venture Fund, Central Russia Regional Venture Fund, Quadriga Capital Russia Private Equity Fund II Lp
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	\$ 111 млн
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 10 млн
Региональные предпочтения	Центральная Россия, Северо-Запад
Отраслевые предпочтения	Нет ограничений
Предпочтительные стадии инвестирования	Стадия расширения



## The Russian Technology Fund (RTF Management Limited)

Адрес	194156, Россия, Санкт-Петербург, пр. Энгельса, 27, корп. 12-В, оф. 203
Телефон	+7 (812) 244-25-06
E-Mail	dnl.rtf@mail.fi.ru
Интернет-сайт	Нет данных
Контактное лицо	Дмитрий Лисенков
Фонды под управлением/названия	The Russian Technology Fund L.P.
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	Нет данных
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 500 - 2 000
Региональные предпочтения	Северо-Запад (Санкт-Петербург), Центральный район (Москва)
Отраслевые предпочтения	Инновационные компании
Предпочтительные стадии инвестирования	Стадия расширения, ранняя стадия
Примеры портфельных компаний	IT, приборостроение, биотехнологии
Дополнительные сведения	В настоящее время идёт сбор нового фонда

## Пермский фонд содействия венчурным инвестициям

Адрес	Россия, Пермская область, г. Пермь, ул. Советская, д. 64, оф. 11а
Телефон	+ 7 (3422) 18-28-04
E-Mail	venture@permreg.ru
Интернет-сайт	<a href="http://venture.perm.ru">http://venture.perm.ru</a>
Контактное лицо	Андрей Мушкин
Фонды под управлением/названия	Пермский фонд содействия венчурным инвестициям
Суммарный капитал под управлением на конец 2004 года	\$ 4 000
Средний размер инвестиционной сделки	\$ 800
Региональные предпочтения	Исключительно Пермская область
Отраслевые предпочтения	Нет ограничений
Предпочтительные стадии инвестирования	Старт, ранний рост, стадия расширения
Примеры портфельных компаний	ЗАО "ЭР-Телеком"

## AIG-Interros RCF Adviser, Ltd.

---

Адрес	115054, Россия, Москва, Космодамианская наб.,52/3
Телефон	+7 (095) 961-20-00
E-Mail	ivan.rodionov@aiginterros.com
Интернет-сайт	Нет данных
Контактное лицо	Иван Родионов
Фонды под управлением/названия	Russia Century Fund

## Mint Capital Advisers Limited

---

Адрес	119048, Россия, Москва, ул. Усачева 33/1, 5 этаж
Телефон	+7 (095) 933-31-61
E-Mail	ksokolova@mintcap.ru
Интернет-сайт	www.mintcap.ru
Контактное лицо	Ксения Соколова
Фонды под управлением/названия	Mint Capital Limited Mint Capital II LP

## Trigon Capital Group

---

Адрес	191123, Россия, Санкт-Петербург, пр. Чернышевского, д. 1
Телефон	+7 (812) 329-57-29, 718-81-09
E-Mail	info@trigoncapital.com
Интернет-сайт	www.trigoncapital.com
Контактное лицо	Глеб Огнянников
Фонды под управлением/названия	Нет данных

## Инвестиционная группа "e-Trust"

---

Адрес	119099, Россия, Москва, Бизнес-центр "Регус", Смоленская площадь, дом 3,
Телефон	+7 (095) 933-89-44
E-Mail	info@e-trustgroup.com
Интернет-сайт	www.e-trustgroup.ru
Контактное лицо	Нет данных
Фонды под управлением/названия	Нет данных

## ООО УК «Портфельные инвестиции»

Адрес	129594, Россия, Москва, Сущевский вал, д. 65, корп. 1
Телефон	+7 (095) 730-74-35/36, 208-07-91
E-mail	info@portfinvest.ru
Интернет-сайт	www.potrfinvest.ru
Контактное лицо	Иван Слепцов
Фонды под управлением/названия	Закрытый паевой инвестиционный фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций «Первый фонд прямых инвестиций»  Интервальный паевой инвестиционный фонд смешанных инвестиций «Агора открытый рынок»  Интервальный паевой инвестиционный фонд акций «Агора российские IPO»

**Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования  
выражает надежду, что в следующем Обзоре  
этот раздел будет включать информацию о всех  
фондах прямых и венчурных инвестиций,  
действующих на территории  
Российской Федерации**



**Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования**

194156, Россия, Санкт-Петербург,  
пр. Энгельса, д. 27, корп. 12В, офис 209  
тел/факс: +7 (812) 326-61-80  
rvca@rvca.ru www.rvca.ru

---

Руководитель проекта  
Финансовый эксперт  
Финансовый аналитик  
Аналитик  
Компьютерный дизайн  
Корректор  
Редактор

А.И. Никконен  
Е.И. Евдокимов  
К.В. Кравчишина  
А.С. Семенов  
А.Ю. Никконен  
Н.Е. Жуковская  
Е.А. Гладких

## **Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)**

### **Основная цель РАВИ**

Содействие становлению и развитию венчурной индустрии в России

### **Задачи РАВИ**

- Формирование в России политического и предпринимательского климата, благоприятного для инвестиционной деятельности
- Представление интересов членов РАВИ в органах власти и управления, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри страны и за рубежом
- Информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского венчурного рынка
- Создание элементов кадровой инфраструктуры поддержки венчурного предпринимательства

РАВИ является единственной профессиональной организацией, объединяющей в своих рядах прогрессивные финансовые институты, осуществляющие прямое инвестирование в частные российские компании, в том числе инновационного сектора