

## Содержание

Введение.....	2
Глава 1. Теоретические основы венчурного финансирования.....	6
1.1. Понятие и сущность венчурного финансирования.....	6
1.2. Характеристики стадий венчурного финансирования.....	11
1.3. Особенности деятельности венчурного фонда.....	21
1.3.1. Принципы работы венчурного фонда.....	21
1.3.2. Организационная структура венчурного фонда.....	23
1.3.3. Стадии работы венчурного фонда.....	25
1.3.4. Формирование фонда.....	26
1.3.5. Поиск инвестиционных проектов.....	29
1.3.6. Подписание договоров.....	37
1.3.7. Hands-on support.....	37
1.3.8. Выход из компании.....	38
Глава 2. Анализ мирового опыта создания индустрии венчурного финансирования.....	45
2.1. Государственные программы развития индустрии венчурного финансирования.....	45
2.1.1. Программы стимулирования развития индустрии, принятые в США.....	46
2.1.2. Меры государственной поддержки венчурного капитала в Японии.....	53
2.1.3. Программа развития индустрии венчурного финансирования в Израиле.....	56
2.2. Текущее состояние индустрии венчурного финансирования в США.....	62
2.2.1. Привлечение средств, сбор новых фондов.....	62
2.2.2. Показатели инвестирования средств.....	64
2.2.3. Оценка показателей выходов из венчурных компаний.....	65
Глава 3. Проблемы и перспективы формирования индустрии венчурного финансирования в России.....	70
3.1. Проблемы, препятствующие развитию индустрии венчурного финансирования в России.....	70
3.2. Анализ деятельности венчурных фондов в России.....	76
Фонды ЕБРР.....	77
"Активные" фонды.....	80
Частные фонды.....	82
"Пассивные" фонды.....	83
3.3. Перспективы формирования индустрии венчурного финансирования в России.....	92
3.3.1. Обзор мировых тенденций развития отрасли венчурного финансирования.....	92
3.3.2. Перспективы для российской индустрии венчурного финансирования.....	94
Заключение.....	97
Список используемой литературы.....	101
Приложение 1. Американский опыт передачи патентов на изобретения разработчикам.....	103
Приложение 2. Организационная схема для создания региональных и отраслевых венчурных фондов.....	105
Приложение 3. Финская программа развития индустрии венчурного финансирования "SITRA".....	108

## **Введение**

Достижения человечества в 20 веке поистине впечатляют. Человек изобрел автомобили, была создана огромная отрасль автомобилестроения, человек научился использовать электрическую энергию, а позднее применил ее в электронных приборах. Появились телевизоры, радио, видеомэагнитофоны, самолеты, полеты в космос, и самое большое достижение человечества – появление компьютера.

**Жизнь** людей **меняется** с невероятными темпами, если в 19 веке передвигаться со скоростью более 40 километров в час считалось нереальным, то сегодня человечество использует сверхзвуковые самолеты, скорость которых достигает 2000 километров в час.

Необходимо выделить основной элемент, который связывает все эти достижения. Человечество идет по пути **развития энергетического потребления** и использования все более разнообразных источников энергии.

Еще в 19 веке человек научился использовать энергию пара. Был изобретен паровой двигатель, применение которого в свою очередь привело к изобретению паровоза и парохода.

Позднее был изобретен двигатель внутреннего сгорания, который используется в автомобилях, также стоит сказать об открытии электрической энергии и атомной энергии. С каждым годом человечество наращивает потребление энергии, черпая ее из разнообразных источников. С появлением новых источников появляются и новые возможности их применения, вследствие чего, меняется жизнь и технологический уклад человечества.

**Каждая новая технология – это дополнительный потребитель энергии.** Уровень жизни и благосостояния человечества зависит от его энергопотребления, то есть, чем выше потребление энергии на одного человека, тем выше его уровень жизни. Основной вопрос заключается в том, что **хватит ли энергии** человечеству для дальнейшей жизни, или придется отказаться от многих изобретений?

Один из самых мрачных прогнозов будущего заключается в том, что кончатся доступные источники энергии, или их дальнейшее использование будет слишком дорогим. По различным оценкам запасов нефти хватит на 70-150 лет использования. Соответственно миру в том виде, в котором он сейчас существует, осталось не более 150 лет существования. Чтобы не допустить этого, многие

правительства будут ограничивать использование нефти, и стремиться использовать чужую нефть, покупая ее на рынке, и максимально сохранить запасы своей. Почему возникла опасность террористического правления именно в Ираке? Неужели нигде больше нет подозрения, что существует или хотя бы разрабатывается оружие массового уничтожения? Наверно, больше нет, так как крупнейшие запасы нефти находятся именно в Ираке.

В любом случае, цены на нефть будут неуклонно расти, и использование нефти скоро станет дорогим для многих. Придется искать альтернативные источники энергии, а это в свою очередь подтолкнет к переходу к новой технологической экономике. Большинство промышленных производств придется переориентировать на использование энергии из возобновляемых источников, на использование материалов, не имеющих природного происхождения, так как ресурсы планеты близки к своему исчерпанию.

**В результате энергетического кризиса** создадутся необходимые **экономические предпосылки** для создания **технологического общества** будущего. Основа этого общества – решение технологических проблем, которые были созданы предыдущим поколением, поколением индустриализации, а именно: как сохранить уровень жизни, и при этом сохранить ресурсы планеты? Как выйти из энергетического кризиса? Как прокормить все возрастающее население Земли? Как избавиться от войн и терроризма?

Существует множество вопросов, которые поставил 20 век перед поколением третьего тысячелетия, и ответы будут найдены в исследованиях. Только внедрение научных разработок позволят человечеству решить проблемы индустриализации. Наука должна сделать шаг вперед - по направлению к ресурсосберегающим технологиям и к альтернативным источникам энергии. А научные разработки должны быть внедрены в жизнь.

В итоге можно сделать вывод о том, что существует большое количество проблем, которые не решаются на уровне современного развития общества, на уровне индустриальной экономики. Для осуществления перехода к технологической экономике, экономике основанной на внедрение новых технологий, необходимо финансирование. Наиболее оптимально для решения задач **финансирования нововведений** подходит **венчурная модель финансирования**. Новые технологии несут в себе высокие риски, и обеспечить необходимыми финансовыми ресурсами их внедрение может только специально созданная форма финансирования – венчурный капитал.

История масштабных изменений жизни показывает, что **перемены** начинались с изобретения и **внедрения новых технологий**. В основе этого процесса стояли ученые и изобретатели. Следом за ними шли венчурные капиталисты, которые финансировали внедрение перемен в жизнь, помогая организовать бизнес.

Высокая **значимость индустрии венчурного финансирования** в процессе перемен обусловила **выбор темы настоящей работы**. Работа посвящена венчурному финансированию, основной задачей которого является финансирование молодых высокотехнологичных компаний, продукт которых способен изменить жизнь людей в национальном масштабе, так, как это произошло с персональными компьютерами.

**Актуальность выбранной темы** связана с особой важностью индустрии венчурного финансирования для России. России предстоит осуществить переход к инновационной экономике. В первую очередь, это связано с технологическим отставанием от экономических лидеров, а также с зависимостью России от конъюнктуры мировых цен на нефть, со структурой промышленности, где основную долю занимает добыча ресурсов и производство продукции четвертого технологического уклада.

Несмотря на высокий потенциал России, на обилие и относительно низкую стоимость ресурсов, наличие высокообразованных кадров, **доля России** на рынке **инновационных товаров** составляет всего **0,3%**. Изменить положение возможно только одним путем – решительным реформированием отраслей промышленности и осуществлением перехода к инновационной экономике. **Ключевым фактором перехода к инновационной экономике** является **построение и развитие индустрии венчурного финансирования**. Развитие индустрии венчурного финансирования обусловит изменения структуры экономики, рост доли высокотехнологичных компаний, которые в будущем определяют место России по отношению к другим странам.

**Цель написания данной работы** заключается в том, чтобы рассмотреть современное состояние индустрии венчурного финансирования в России, проанализировать основные тенденции развития индустрии и на основе обобщенного мирового опыта и проведенного анализа сформировать видение перспективы развития индустрии венчурного финансирования в России.

Для раскрытия темы были поставлены следующие **задачи**:

- Дать **определение** венчурного финансирования.

- Описать процесс венчурного финансирования.
- Проанализировать **мировой опыт создания индустрии венчурного финансирования**
- Описать **государственные программы стимулирования развития** индустрии венчурного финансирования, принятые в США, Японии, Израиле и Финляндии
- Раскрыть **текущее состояние** индустрии венчурного финансирования **в США**
- Описать **проблемы и перспективы** формирования индустрии венчурного финансирования **в России**

Объектом исследования является индустрия венчурного финансирования  
Предметом исследования – венчурное финансирование.

В первой главе описывается механизм венчурного финансирования, дается определение индустрии венчурного финансирования, венчурного проекта, венчурного капитала, раскрываются сущность и принципы венчурного финансирования.

Во второй главе данной работы рассматривается мировой опыт построения систем венчурного финансирования (США, Финляндия, Израиль). А также приводятся примеры наиболее успешных и эффективных решений со стороны правительства, благодаря которым были достигнуты выдающиеся результаты.

В третьей главе рассматривается ситуацию в венчурной индустрии в России. Выделяются факторы, препятствующие росту индустрии, а также описывается перспектива развития венчурного финансирования.

При подготовке данной работы были использованы научные труды, посвященные венчурному финансированию, а также материалы, опубликованные в журналах «Эксперт» и «Рынок ценных бумаг», и размещенные на сайтах компаний, имеющих отношение к индустрии венчурного финансирования.

# Глава 1. Теоретические основы венчурного финансирования

## 1.1. Понятие и сущность венчурного финансирования

Название "венчурный" происходит от английского "venture", которое с одной стороны означает риск, а с другой - предприятие. Сам термин "рисковый" подразумевает, что во взаимоотношениях инвестора и предпринимателя, претендующего на получение финансирования, присутствует элемент авантюризма. То есть венчурным можно считать такое финансирование, которое направляется непосредственно в предприятие и при этом несет в себе неопределенность. Таким образом, риск присущ венчурному финансированию, и без него венчурное финансирование не существует.

Рассматривая экономическую литературу можно выделить множество определений того, что такое венчурное финансирование и венчурный капитал. Каждый автор приводит собственную трактовку этого понятия, единого определения не существует, но сущность сильно не меняется. Приведу некоторые определения из встреченных мною.

Венчурный капитал – особая форма вложения капитала в объекты инвестирования с высоким уровнем риска в расчете на быстрое получение высокой нормы дохода.<sup>1</sup>

Книга Воронцова и Ивиной «Основные понятия и термины венчурного финансирования», дает целый ряд определений венчурного финансирования:

Венчурное финансирование – финансирование какого-либо проекта в условиях той или иной неопределенности, создающей определенный риск.

Венчурное финансирование в широком смысле слова – это инвестиция в акционерный капитал некотирующихся на бирже компаний с целью поддержания их будущего развития и прибыльного роста.

Венчурное финансирование - это способ финансирования стартующих, развивающихся и расширяющихся компаний, при котором венчурные капиталисты получают определенную долю акционерного капитала компании в обмен на предоставленные средства и возможность последующей выгодной продажи этой доли.

---

<sup>1</sup> Аньшин В.М., Филин С.А. «Менеджмент инвестиций в инновации в малом и венчурном бизнесе» - Москва: Анкил 2003 г., Стр. 59

Венчурное финансирование – финансирование, направляемое через долю акций инвестируемой компании на поддержание новых, рискованных видов деятельности с необозначенностью возврата вложений, при котором будущая прибыль зависит от роста предприятия и стоимости его акций.

Венчурный капитал – это долгосрочное финансирование, предоставленное за долю в капитале быстрорастущих предприятий.

Венчурный капитал – это инвестиции, которые вкладываются в акции высокорисковых предприятий, еще не котирующихся на бирже, на всех этапах его развития вплоть до этапа, когда венчурный капитал замещается фондовым.

Инвестирование венчурного капитала – способ материальной, организационной и управленческой поддержки новых малых высокотехнологических компаний, характеризующимися отсутствием четырех компонентов:

- Материальных ресурсов;
- Опыта ведения бизнеса;
- Точных знаний о рынке;
- Профессиональных управляющих.

Венчурное бизнес – это взаимодействие двух предпринимателей – одного с капиталом, а другого с идеей и энергией для реализации определенной научной или технической идеи и получения прибыли.<sup>2</sup>

По мнению авторов книги «Основные понятия и термины венчурного бизнеса» наиболее полно описывает понятие венчурное финансирование следующее определение:

Венчурное финансирование – это долгосрочные рискованные инвестиции частного капитала в акционерный капитал вновь создаваемых малых высокотехнологических компаний или уже зарекомендовавших себя венчурных предприятий, ориентированных на разработку и производство наукоемких продуктов, для их развития с целью получения прибыли от прироста стоимости вложенных средств.

Собственная трактовка автора данной работы понятия венчурное финансирование звучит так:

Венчурное финансирование – предоставление частным инвестором или специализированным инвестиционным фондом финансового капитала и

---

<sup>2</sup> Воронцов В.И., Ивина Л.В. «Основные понятия и термины венчурного финансирования» - Москва, Ступени 2002 г., стр. 11.

практического опыта ведения бизнеса молодым высокотехнологическим компаниям в обмен на часть акций компании, не превышающую 25 процентов, с целью ускорения развития компании и, после прохождения основных этапов развития компании, дальнейшей их выгодной реализации для получения прибыли, превышающей размер инвестиций в несколько раз.

Все вышеприведенные определения венчурного финансирования сводятся к его функциональной задаче: способствовать росту технологического бизнеса путем предоставления определенной суммы денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или пакет акций.

Рассмотрим подробнее общие черты определений венчурного финансирования, которые раскрывают сущность венчурного финансирования.

1. Венчурный капиталист вкладывает в обмен на долю в акционерном капитале
2. Инвестиции осуществляются в компании, еще не разместившиеся на фондовом рынке
3. Венчурный капитал направляется в компании, ориентированные на разработку и выпуск новой наукоемкой и высокотехнологичной продукции
4. Венчурный капитал предоставляется на срок, не менее 5-7 лет и не может быть изъят до истечения венчурным капиталистом по собственному желанию. Единственный способ для венчурного капиталиста вернуть вложения – это вырастить компанию и создать условия выхода из нее: либо найти стратегического покупателя, либо вывести компанию на IPO, либо продать акции владельцу или менеджменту, что тоже возможно только с их согласия
5. Венчурное финансирование предоставляется компаниям с перспективами роста, а не компаниям, уже приносящим стабильную прибыль
6. Венчурный капитал предоставляется на поддержание нетрадиционных компаний, не имеющих аналогов
7. Вложения венчурного капитала продиктовано не только стремлением получить высокую прибыль, но и желанием создать новые рынки и занять на них доминирующее положение
8. Венчурный капиталист, направляя инвестицию в молодую компанию, должен заранее решить, каким образом он собирается реализовать



свое право на получение прибыли. То есть, как в конце 5-7 летнего периода он собирается выйти из компании, реализовав свою долю в акционерном капитале

9. Взаимный интерес основателей компании и инвесторов в успешном и динамичном ее развитии продиктован вероятностью получения высоких доходов, а также с возможностью стать участником создания новой прогрессивной технологии
10. Так как венчурное предприятие не пройти все стадии развития и не может выйти на фондовый рынок быстрее, чем за 5-7 лет, венчурный капиталист не рассчитывает на получение прибыли ранее этого срока. Весь период капитал, вложенный в компанию, абсолютно неликвиден
11. Венчурный инвестор не стремится приобрести контрольный пакет акций компании, чем принципиально отличается от стратегического инвестора и партнера

Важно также отделить понятие венчурный капитал от прямых частных инвестиций (private equity).

По данным Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования (РАВИ) венчурный капитал отделяет от прямых частных инвестиций следующее:

Венчурный капитал (Venture capital) - это источник капитала для прямого инвестирования и форма вложения средств в частные компании. Венчурный капитал направляется в виде прямых инвестиций в компании, находящиеся на начальных стадиях развития, на стадии развития или расширения бизнеса.

Прямые инвестиции (Private equity) - инвестиции в акционерный капитал компаний, акции которых не зарегистрированы на фондовой бирже и не участвуют в свободном обращении на фондовом рынке. Этот вид инвестиций, как правило, используется для проведения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, увеличения оборотного капитала, приобретения новых компаний или улучшения структуры баланса. Прямые инвестиции помогают управляющим и владельцам частных компаний решать возникающие перед ними проблемы, а именно: наследование семейного бизнеса или выкуп (приватизация) компаний внутренними управляющими (МВИ) или управляющими со стороны (МВО).<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> <http://www.rvca.ru/webrvca/vc.html#def>

То есть венчурный капитал является частью прямого частного инвестирования, и разделяет их стадия применения венчурного капитала – он применяется на более ранней стадии, от посевной до стадии раннего расширения, далее идут непосредственно прямые частные инвестиции.

Различия этих двух понятий можно отразить в следующей таблице<sup>4</sup>:

**Таблица разделения рискованных инвестиций на венчурные и прямые частные в зависимости от стадии развития инвестируемой компании**

Основные цели этапа	<ul style="list-style-type: none"> <li>Разработка концепции</li> <li>Разработка продукта</li> <li>Начало производства и продаж</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Накопление рабочего капитала</li> <li>Создание производства и начало поставок</li> <li>Активный маркетинг</li> <li>Подготовка к IPO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Менеджмент приобретает новую линию или продукцию</li> <li>Внесение изменений</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Поглощение конкурентов с целью достижения лидирующего положения</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Возникновение проблем в производстве или финансовой деятельности</li> </ul>
Название стадии	Ранняя стадия	Поздняя стадия /Расширение	Зрелость/Расширение	Консолидация	Истощение
	Seed, start-up, first stage Funds	Second, third stage, bridge Funds	LBO/MBO Funds, Mezzanine	LBO Funds/ Bye and Build Strategy	Turnaround Funds, Special Situation.
	Venture Capital	Venture Capital	Private Equity	Private Equity	Buyout

Как видно из таблицы, разграничением между понятием прямые частные инвестиции и венчурный капитал является выход компании на IPO, что в свою очередь характеризует развитие компании. В целях данной работы в стадии венчурного финансирования будут включены все стадии до выхода компании на IPO.

В различных странах в понятия "венчурный капитал" и "прямые инвестиции" вкладывается неодинаковое содержание. В Европе эти два определения являются взаимозаменяемыми и в понятие "венчурный капитал" включается инвестирование в приватизируемые управляющими предприятия. В Соединенных Штатах, напротив, сделки типа MBO/MBI исключаются из понятия "венчурный капитал".

<sup>4</sup> Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию: теория и десятилетие практики» - Санкт-Петербург, Альпари СПб, 2003 г., стр. 18.

## **1.2. Характеристики стадий венчурного финансирования**

Выделяется основные 6 стадий венчурного финансирования, которые соответствуют этапам развития фирмы и определяют продолжительность венчурного проекта.

1. Семенной капитал
2. Стартовый капитал
3. Ранняя стадия инвестирования
4. Расширяющий (развивающий) капитал
5. Выкуп фирмы ее (сторонними) менеджерами
6. Мезонинное финансирование

Обычно завершение венчурного проекта наступает тогда, когда инвестируемая фирма достигает уровня развития, достаточного для превращения из частной фирмы (закрытого акционерного общества) в публичную путем публичного выпуска собственных акций на рынок. Кроме того, это может наступить, если инвестируемая фирма станет привлекательной для поглощения более крупной компанией.

На различных стадиях источники финансирования развития компании отличаются. Во многих случаях венчурного финансирования различия в стадиях носят условный характер. При этом некоторые фирмы могут достичь этапа открытого акционирования до момента их полной зрелости и завершения венчурного проекта. Кроме того, к сожалению, многие фирмы терпят неудачу на начальных этапах своего развития.

Подробный сравнительный анализ приведен в таблице. Стадии жизненных циклов фирм, реализующие венчурные проекты, рассматриваются в порядке, в котором каждая форма финансирования необходима этим фирмам.

## **Семенной капитал**

Семенной капитал необходим предпринимателю, в лице которого выступает, как правило, ученый или инженер, для проведения первоначальных работ по теоретическому и практическому обоснованию коммерческой значимости своей идеи. Обычно это достаточно небольшой капитал до ста тысяч долларов, инвестируемый для воплощения идеи в новый, пользующийся спросом товар или услугу. Поскольку новая идея, технология и сама компания на этом этапе еще не опробованы, семенной капитал обычно считается самой рискованной стадией инвестирования. Венчурную бизнес-идею необходимо профинансировать для проведения дополнительных исследований или создания опытных образцов продукции перед выводом ее на рынок.<sup>5</sup>

Семенной капитал особенно тяжело получить от венчурных капиталистов. Одним из наиболее успешных вариантов приобретения такого капитала является доведение проекта с помощью собственных сбережений до этапа, при котором его осуществления может быть профинансировано и доведено до промышленного производства и дальнейшего внедрения. Также, один из эффективных способов прохождения этапа семенного капитала заключается в разделении рисков финансирования нового предприятия с бизнес-ангелом. На этой стадии возможные варианты взаимодействия с венчурными фирмами могут включать в себя:

- Сотрудничество инвестируемой фирмы и компании-инвестора
- Вхождение крупной фирмы в совместное предприятие с компанией, занимающейся венчурным проектом
- Продажу фирмой лицензии на право производства нового товара или перепродажу ее
- Полный выкуп венчурного бизнеса венчурной компанией

Хотя многие венчурные капиталисты обращают внимание на вновь создаваемые фирмы, большинство предпочитают иметь дело с уже доказавшими свою жизнеспособность, успешно продолжающими реализацию венчурных программ. Меньший риск, связанный с инвестициями в такой бизнес, отражается и на условиях финансирования. Причем с ростом уверенности в успехе и уменьшением доли рисков цена, по которой может быть продана доля такой фирмы, увеличивается.

---

<sup>5</sup> Пилипенко П.П., «Корпоративное венчурное инвестирование» - Москва, «МК-Полиграф» 2001 г., стр.52.

Отсутствие большого интереса у компаний к предоставлению семенного капитала молодой фирме, реализующей венчурный проект, можно объяснить следующими четырьмя факторами:

- Венчурные проекты на этой стадии требуют относительно небольших объемов капитала
- Небольшие по объему инвестиции не могут быть эффективными, если учесть человеческие затраты на их анализ, структурирование и управление ими
- Время, требующееся для полной реализации венчурного проекта, достаточно значительно – в среднем от 7 до 10 лет.
- Из-за большого срока реализации венчурного проекта некогда новый товар или технология в итоге, после окончания их разработки, могут оказаться технически отсталыми

Таким образом, средние фонды венчурного финансирования не заинтересованы в работе с компаниями, находящимися на стадии семенного капитала. Основным источником финансирования этой стадии – собственные средства и средства бизнес-ангелов.

### **Стартовый капитал**

Стартовый капитал необходим для инвестирования в фирмы, уже полностью разработавшей венчурную бизнес-концепцию собственного развития. Финансирование производится с целью быстрее завершения НИОКР, превращения бизнес-концепции в реальный товар, получение патентов на него, и проведения начальных маркетинговых исследований. При этом считается, что сама фирма находится в процессе своего становления или уже осуществляет деятельность в течение короткого времени, но не проводит коммерческие продажи своего товара.

Первоначально по-настоящему рискованным считалось инвестирование именно на стадиях семенного капитала и стартового. Однако в последние годы из-за ряда неудач, связанными с инвестициями в венчурные проекты на этих стадиях, которые не оправдали ожидания инвесторов, чаще стали применяться вложения в фирмы, находящиеся на более продвинутых этапах развития. Подобная ориентация несколько снижает риск неудачной сделки и расширяет саму идею венчурного финансирования.

## **Этап раннего роста**

Фирмам, начавшим выпуск готовой продукции и находящимся на самом начальном этапе ее коммерческой реализации, необходимы дополнительные денежные средства, относящиеся к так называемой ранней стадии финансирования. Эти фирмы, полностью завершившие разработку нового товара, часто не имеют прибыли, и поэтому требуется их финансирование для организации производства и сбыта.

Для выживания инвестируемой фирмы на этой стадии ключевым моментом является наличие акционерного (собственного) капитала, поскольку в условиях отсутствия операций по реализации товара получение заемных средств крайне затруднительно. Для реализации венчурного проекта фирме требуются оборотные средства, поэтому дальнейшее финансирование ее крайне необходимо<sup>6</sup>.

На ранней стадии венчурного инвестирования уровень риска определяется следующими факторами:

- Квалификация персонала и профессионализм менеджеров
- Возможность привлечения внимания более крупного конкурента
- Риск быстрого старения товара, даже если он пользуется спросом

Для большинства фирм, осуществляющих венчурные проекты, не бывает достаточно даже всех вышеназванных видов финансирования. Дополнительное инвестирование обычно необходимо для продолжения их деятельности или для решения неожиданно возникших проблем.

### **Вторая стадия инвестирования.**

На второй стадии инвестирования первичные венчурные капиталисты могут сократить свое участие в данном бизнесе и перенести часть капитала в другую область для диверсификации риска. Однако в любом случае инвестируемой фирме необходимо последующее финансирование.

Типичными причинами необходимости второй стадии инвестирования являются:

- Перерасход денежных средств, произошедший при разработке нового товара
- Неудачи при реализации нового товара

---

<sup>6</sup> Фонштейн Н.М. «Венчурное финансирование: теория и практика» - Москва, 1998 г, АНХ, стр. 53.

- Необходимость проведения на рынке нового позиционирования разработанного товара
- Потребность в усовершенствовании товара в связи с обнаружившимися в процессе пробных продаж недостатками
- Необходимость подготовки к большему объему производства в случае превышения прогнозного спроса

Обычно венчурные капиталисты предпринимают второй и последующий раунды инвестирования при условии, что обязательства по дополнительному инвестированию приведут в обозримом будущем к существенным измеримым выгодам. В случае объединенного инвестирования в фирму несколькими венчурными капиталистами на этом этапе они очень тщательно обговаривают последующую готовность и возможность вложения ими денежных средств.

В дальнейшем при успешном развитии фирмы, реализующей венчурный проект, может потребоваться расширяющий капитал, который позволит ей увеличить объем производства и сбыта, провести дополнительные маркетинговые исследования, а также увеличить основной или оборотный капитал, то есть обеспечить рост.

На этой стадии фирмы, осуществляющие венчурные программы и впервые привлекающие сторонний капитал, обычно являются более зрелыми в сравнении с теми, которые уже прошли вторую стадию инвестирования, и их объемы продаж, как правило, находятся на более высоком уровне. Они вполне могли бы продолжить свое развитие и без дополнительного внешнего инвестирования, но венчурных капиталистов привлекает возможность ускорить рост фирмы или, в определенных обстоятельствах, продать часть своей доли в акционерном капитале фирмы.

### **Стадия расширяющего капитала**

Стадию расширяющего капитала вполне можно считать наиболее привлекательной для венчурного инвестирования по сравнению с другими стадиями в связи с тем, что от момента полной реализации венчурного проекта ее отделяет относительно короткий период. При этом фирма, претендующая на венчурные инвестиции должна иметь значительный объем продаж, соизмеримый со средним размером инвестиций венчурных фондов (минимум 300-500 тысяч долларов) в то время как для фирм, реализующих венчурные проекты семенной капитал должен составлять от 50 до 100 тысяч долларов.

## **Выкуп менеджерами**

В последнее время венчурном бизнесе довольно часто стали встречаться случаи выкупа фирмы ее (или сторонними) менеджерами<sup>7</sup>. В этом случае контрольный пакет акций инвестируемой компании приобретает менеджерами с помощью группы финансовых поручителей в надежде на дальнейший прирост капитала этой фирмы. Большинство подобных сделок совершается на деньги венчурных капиталистов. При этом менеджеры инвестируемой фирмы размещают небольшие финансовые средства в непропорционально большой доле акций. На этой стадии венчурный капитал необходим для приобретения фирмы (или части этой фирмы), реализующей венчурный проект, у существующих владельцев командой нынешних менеджеров (наемных работников). В то время как продающий акционер может быть или не быть вовлеченным в управление фирмой, приобретающие ее менеджеры активно занимаются ее каждодневным управлением, становясь в результате управленцами-собственниками.

В общем случае выкуп менеджерами осуществляется по следующим причинам:

- Расхождение групповых интересов менеджеров и интересов собственников фирмы
- Уход на пенсию акционера собственника
- Проблемы внутри инвестируемой компании
- Как защитная стратегия против грозящего поглощения другой компанией

В то же время для осуществления выкупа фирмы сторонними менеджерами необходимо наличие следующих условий:

- Существование команды сторонних выкупающих менеджеров, характеризующихся достаточной квалификацией и опытом работы успешного управления целой фирмой, предпочтительно в той же отрасли промышленности
- Наличие команды собственных менеджеров фирмы, желающих остаться работать в ней с командой сторонних менеджеров в переходный период (1-2 года)
- Существование инвестора (венчурного капиталиста), способного найти хорошую команду менеджеров и принять на себя связанный с

---

<sup>7</sup> Пилипенко П.П., «Корпоративное венчурное инвестирование» - Москва, «МК-Полиграф» 2001 г., стр. 55.



выкупом сторонними менеджерами более высокий риск в сравнении с выкупом собственными менеджерами, а также способного работать с этими менеджерами в тесном контакте

- Наличие инвестируемой фирмы, недостаточно успешно работающей из-за ее неспособного управления, менеджеры и акционеры которой намереваются ее продать

Американскими венчурными капиталистами разработан еще один вариант выкупа фирмы, который назван непереводаемым термином «Бимба»<sup>8</sup>. По своей сути это выкуп фирмы как внешними, так и внутренними управляющими. По договоренности осуществляется выкуп фирмы, после чего управляющие разделяют полномочия по управлению.

### **Мезонинное инвестирование**

Мезонинное инвестирование является завершающей стадией бизнеса перед публичной (открытой) эмиссией этой фирмой своих акций на фондовом рынке. Эта форма финансирования по своей сути очень близка к традиционному банковскому займу. Предлагая меньшую доходность и более короткий срок инвестирования, чем другие стадии вложения венчурных средств, мезонинное инвестирование представляет собой комбинацию акционерного и заемного капитала. В связи с этим оно менее популярно, чем, например, выкуп фирмы ее менеджерами.

---

<sup>8</sup> Воронцов В.А. Ивина Л.В. «основные понятия и термины венчурного финансирования» - Москва, Ступени, 2002 г., стр.52.

**Сводная таблица, характеризующая этапы развития компании,  
осуществляющей венчурный проект**

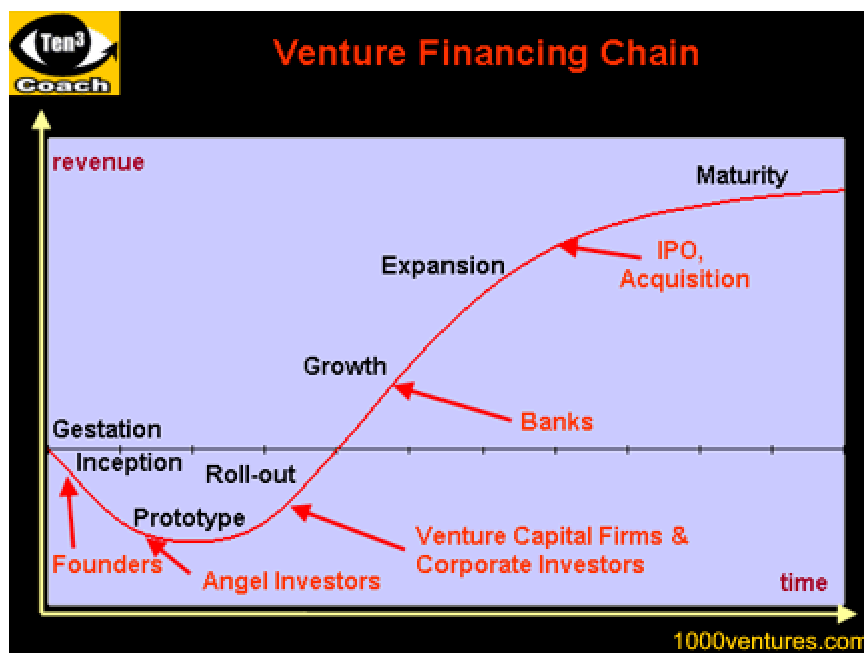
**Таблица 1.**

Стадия	Объем инвестиций	Риски (количество компаний, не прошедших этот этап)	Основные источники финансирования	Срок до окончания венчурного проекта	Средняя доходность
Семенной этап	До 100 тысяч долларов	От 33 до 66 %	Собственные средства, деньги друзей, кредиты по залог недвижимости, средства бизнес ангелов	7-10 лет	От 52 до 75 %
Стартовый этап	От 100 тысяч до миллиона долларов.	От 70 до 80 %	Собственные средства, деньги друзей, кредиты по залог недвижимости, средства бизнес ангелов	6-8 лет	От 40 до 65 %
Этап раннего роста	От 500 тысяч долларов	В среднем около 20 %	Частные инвесторы, средства бизнес ангелов, малые венчурные фонды	4-6 лет	Около 30 %
Стадия расширяющего капитала	Несколько миллионов долларов	От 7,5 до 12 %	Малые венчурные фонды, крупные венчурные фонды, кредиты коммерческих банков	3-5 лет	От 25 до 30%
Выкуп менеджерами	Десятки миллионов долларов	Менее 5%	Малые венчурные фонды, крупные венчурные фонды, кредиты коммерческих	2-3 года	Не более 25 %

			банков, собственные активы компании		
Мезонинное инвестирование	Десятки миллионов долларов	Менее 3-4 %	Крупные венчурные фонды, кредиты коммерческих банков, собственные активы компании, средства от продажи акций	Менее 2 лет	Не более 25 %

Таблица составлена на основании данных: Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию. Теория и десятилетие практики»- Санкт-Петербург, 2003г., «Альпари Спб», стр. 72.

#### График источников финансирования венчурной компании.



Источник: [http://www.1000ventures.com/venture\\_financing/vfin\\_main.html](http://www.1000ventures.com/venture_financing/vfin_main.html)

Как видно из таблицы, с переходом от одного этапа к другому размер вложений растет, а риски и доходность вложений снижаются. Связано это с тем, что по мере развития компании, неопределенность ее будущего постепенно устраняется, а также, с тем, что на каждом этапе «отбраковываются» нежизнеспособные компании, остаются только те, которые способны выжить.

Соответственно риски инвестирования снижаются с каждым этапом. Доходность падает вслед за рисками, этому тоже есть свое обоснование – так растет количество источников, из которых может получить финансирование компания, то конкуренция между источниками приводит к удешевлению денег. Например, когда у компании появляется возможность привлекать деньги в банке, брать кредиты под залог уже имеющихся активов, то ставки по этим привлеченным деньгам значительно ниже, чем те, на которые рассчитывают венчурные капиталисты. Соответственно, стоимость привлечения денег снижается, и вместе с этим падает доходность инвестиций в компанию со стороны венчурных капиталистов.

Также, из таблицы видно, что риски инвестиций в компанию возрастают на стартовом этапе. Несмотря на общую тенденцию к снижению, переход на этот этап характеризуется обратной динамикой, то есть ростом рисков компании. Этот этап еще называют долиной смерти (dead valley). Связано это с тем, что бизнес обычно начинают на свои деньги, и деньги которые удалось получить у родственников и друзей. Но обычно их хватает только на то, чтобы перейти из этапа семенного капитала на стартовый этап. Для выживания на стартовом этапе денег друзей и родственников не хватает, и успех компании целиком зависит от того, сможет ли она привлечь инвестиции бизнес ангела или нет. Большинству компаний не удается убедить бизнес ангелов в продолжении инвестиций, в результате чего они погибают.

## **1.3. Особенности деятельности венчурного фонда**

### **1.3.1. Принципы работы венчурного фонда**

Венчурный капиталист, стоящий во главе фонда или компании, не вкладывает собственные средства в компании, акции которых он приобретает. Венчурный капиталист - это посредник между синдицированными (коллективными) инвесторами и предпринимателем. В этом заключается одна из самых принципиальных особенностей этого типа инвестирования. С одной стороны, венчурный капиталист самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для внесения инвестиций, участвует в работе совета директоров и всячески способствует росту и расширению бизнеса этой компании. С другой - окончательное решение о производстве инвестиций принимает инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов. В конечном итоге получаемая венчурным инвестором прибыль принадлежит только инвесторам, а не ему лично. Он имеет право рассчитывать только на часть этой прибыли.<sup>9</sup>

Эти принципы были заложены еще на начальном этапе становления венчурного капитала отцами-основателями этого бизнеса - Томом Перкинсом, Юджином Клейнером, Франком Кофилдом (Frank Caufield), Бруком Байерсом (Brook Byers) и др. В 50 - 60 годы они разработали новые основополагающие концепции организации финансирования: создание партнерств в виде венчурных фондов, сбор денег у партнеров с ограниченной ответственностью и установление правил защиты их интересов, использование статуса генерального партнера. Такое организационное оформление инвестиционного процесса явилось новаторским для Америки середины XX века и создавало очень весомое конкурентное преимущество.

Сам Том Перкинс так описывал этот процесс: " Оглядываясь назад, я думаю, что то, что мы тогда изобрели, было правильным. Прежде всего, мы всегда помнили и отдавали себе отчет в том, что наши партнеры с ограниченной ответственностью были источником наших капиталов, поэтому мы изначально разработали ряд правил, которые защищали их интересы. Например, вплоть до сегодняшнего дня ни один генеральный партнер не может иметь личных инвестиций в компании, в которой могут быть заинтересованы партнеры, даже в

---

<sup>9</sup> Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию. Теория и десятилетие практики»- Санкт-Петербург, 2003г., «Альпари Спб», стр. 28.

том случае, если со временем они отказываются от нее. Этот принцип гарантирует, что конфликта между нашими личными интересами и нашими интересами как партнеров не возникнет. Даже в том случае, когда кто-либо из нас как член совета директоров по льготной цене имеет возможность приобрести часть акций, мы обязаны передать их нашим партнерам, чтобы они также могли извлечь из этого пользу. Кроме того, в отличие от других венчурных фондов, мы никогда не реинвестировали прибыль. Вся прибыль немедленно распределялась между нашим партнерам с ограниченной ответственностью, и, таким образом, все наши фонды прекращали свое существование. Нашим инвесторам это пришлось по душе. Еще одним принципом было то, что вновь создаваемые фонды не имели право инвестировать в те компании, куда вкладывали деньги наши более ранние фонды...".<sup>10</sup>

Эти принципы сохраняются, в основном, неизменными по сей день.

Таким образом, принципы венчурного финансирования подразумевают защиту прав инвесторов венчурных фондов от махинаций и манипуляций управляющих фондами.

Если рассматривать распределение рисков и вознаграждения при венчурном финансировании, то можно сказать, что схема венчурного финансирования удовлетворяет интересам как инвесторов, так и управляющих фондом. Например, управляющие получают вознаграждение на протяжении всего срока деятельности фонда в размере 2-3 процентов от привлеченной суммы. Также, управляющие фондом по итогам деятельности получают 20 % от суммы прибыли, которая является разницей между доходами от выходов из компаний и первоначальными взносами инвесторов, а также расходами на комиссионное вознаграждение за управление фондом. Таким образом, управляющие напрямую заинтересованы в добросовестном исполнении своих обязанностей. И только от их профессиональной работы будет зависеть доходность фонда.

Если сравнивать схему вознаграждения управляющих венчурным фондом и управляющих ПИФом, то можно сделать вывод о том, что венчурные управляющие несут большую ответственность по сравнению с управляющими ПИФа.

---

<sup>10</sup> "The red herring", Issue 9, 1994

	Венчурный фонд	ПИФ
Комиссия за управление	2-3 % от собранных средств	2-4 % от среднегодового размера активов
Вознаграждение	20 % полученной прибыли	Отсутствует
Факторы успеха	Профессионализм и добросовестность	Конъюнктура рынка и профессионализм

Рассмотрев таблицу, становится ясно, что успех венчурного фонда зависит исключительно от управляющих им менеджеров, что подразумевает ответственность, а успех ПИФа во многом зависит от рыночной конъюнктуры. Наверно, именно поэтому, управляющие ПИФом не разделяют полученную прибыль со своими инвесторами, но и не несут ответственности за полученные убытки.

### **1.3.2. Организационная структура венчурного фонда**

Организационная структура типичного венчурного института выглядит следующим образом. Он может быть образован либо как самостоятельная компания, либо существовать в качестве незарегистрированного образования как ограниченное партнерство (в российской юридической терминологии наиболее соответствует этому понятию "полное" или "коммандитное" товарищество). В некоторых странах под термином "фонд" (fund) понимают скорее ассоциацию партнеров, а не компанию, как таковую. Директора и управленческий персонал фонда могут быть наняты как самим фондом, так и отдельной "управляющей компанией" (management company) или управляющим (fund manager), оказывающим свои услуги фонду. Управляющая компания, как правило, имеет право на ежегодную компенсацию (management charge), обычно составляющую около 2-3% от первоначальных обязательств инвесторов (investor's initial commitments). Кроме того, управляющая компания или частные лица, сотрудники управленческого штата, равно как и генеральный партнер (general partner), могут рассчитывать на так называемый "carried interest" - процент от прибыли фонда, обычно достигающий 20%. Чаще всего этот процент не выплачивается до тех пор, пока инвесторам не будут полностью возмещены суммы их инвестиций в фонд, и, кроме того, заранее оговоренный возврат на их инвестиции (hurdle).

В случае создания ограниченного партнерства (limited partnership) основатели фонда и инвесторы являются партнерами с ограниченной ответственностью (limited partners). Генеральный партнер в этом случае отвечает за управление фондом или осуществляет функции контроля за работой управляющего. Ограниченное партнерство свободно от налогообложения (tax transparent)<sup>11</sup>. Это означает, что оно не является объектом налогообложения, а его участники должны платить все те же налоги, какие они заплатили бы, если бы принадлежащий им доход или прибыль поступали непосредственно от тех компаний, куда они самостоятельно вкладывали свои средства.

Создание новых венчурных фондов, несмотря на более чем полувековой опыт деятельности венчурного капитала и наличие доказанной истории успеха этого вида финансирования, продолжает оставаться достаточно сложной проблемой. Основная причина, осложняющая деятельность фондов и их создание, это несовершенство законодательства, а также различие норм в национальных законодательствах, касающиеся венчурных фондов.

Наиболее распространенными организационно-правовыми формами для венчурных институтов являются англо-американская модель партнерства с ограниченной ответственностью (Limited liability partnership) и континентальная модель параллельного инвестирования, во много повторяющая модель партнерства с ограниченной ответственностью, распространенная в странах Бенилюкса (Commaditaire Vennootschap)<sup>12</sup>

Другими организационно-правовыми формами венчурных институтов и инвестиционных схем в развитых странах Запада являются:

<b>Страна</b>	<b>Организационно-правовая форма</b>
Великобритания	Venture Capital Trust
	Enterprise Investment Scheme
	Venture Capital Scheme
	Business Expansion Scheme
Франция	Societe de Capital Risque
	Fonds Commune de Placement A Risques

<sup>11</sup> Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию: теория и десятилетие практики» - Санкт-Петербург, Альпари СПб, 2003 г., стр. 30.

<sup>12</sup> Гулькин П.Г., «Международный опыт оформления венчурной деятельности», в сборнике «Венчурное инвестирование в Россию (Юридические аспекты)», РАВИ, 2001



	Fonds Commune de Placement Dans L^Innovation
Германия	Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
Испания	Fondos de Capital Riesgo

Источник: [www.venture-nvf.ru](http://www.venture-nvf.ru)

### 1.3.3. Стадии работы венчурного фонда

Венчурный фонд, как и любая другая организация, имеет собственный жизненный цикл. Он начинается с привлечения средств управляющими фондом, далее по достижению установленного размера фонда он считается собранным и начинается непосредственная работа по поиску потенциальных объектов инвестирования. Во время этой работы венчурным капиталистам приходится анализировать сотни бизнес планов, из которых они отбирают не более 2 % для дальнейшей работы с ними. Для снижения рисков, компании выбираются из различных отраслей и на различных стадиях своего развития.

Для того, чтобы выбрать компанию венчурные капиталисты проводят долгий процесс переговоров с менеджментом претендующих на инвестиции компаний. В основном, оценивается опыт и профессиональные качества менеджмента, но также существенное значение имеют личные качества менеджеров и собственников компании, только при наличии хороших человеческих отношений, компания может рассчитывать на финансирование.

После выбора компаний начинается процесс инвестирования в проект, инвестиции выделяются отдельными траншами, процесс использования денежных средств жестко контролируется венчурными капиталистами. Обговариваются условия и результаты, при достижении которых выделяется следующий транш. До тех пор, пока не будут достигнуты результаты, получить дополнительное финансирование от венчурных капиталистов очень сложно.

Постадийное вложение капитала является наиболее мощным механизмом контроля, который могут использовать венчурные капиталисты. При таком подходе перспективы венчурной фирмы периодически пересматриваются.<sup>13</sup>

Венчурные капиталисты принимают активное участие в процессе роста компании, предоставляя ей необходимый организационный опыт, деловые связи и помогая в проведении маркетинговых исследований.

<sup>13</sup> Sahlman W.A., "The structure and governance of venture-capital organizations", Journal of Financial Economics, v. 27, pp. 473.

Ускорение развития компании является основной целью венчурных финансистов. После прохождения вместе с компанией самого сложного отрезка пути и преодоления всех трудностей роста, компания становится привлекательной для потенциальных инвесторов. Именно на этой фазе основная задача венчурного капиталиста считается выполненной – он помог вырастить крепкий бизнес, который больше в нем не нуждается. На этом этапе венчурные капиталисты ищут возможности выхода из проекта путем продажи своей доли акций компании. Существуют несколько способов выхода – продажа компании управляющим менеджерам или со стороны (MBO/MBI), совершение сделки слияния-поглощения с более крупной компанией (M&A) и вывод компании на фондовый рынок (IPO).

Результатом выхода из компании для венчурного фонда является либо потери (примерно в 25-30 % случаев), либо небольшая прибыль (около 50 % случаев), либо получение существенной прибыли от продажи своей доли в компании (20-25 % случаев). Но в общей совокупности, успешный венчурный фонд по итогам закрытия сделок получает прибыль на уровне 25-30 % годовых от размера привлеченных средств.<sup>14</sup>

Рассмотрим подробнее стадии жизненного цикла венчурного фонда.

#### **1.3.4. Формирование фонда**

Процесс формирования венчурного фонда носит название "сбор средств" (fund rising). Специализация на рынке капитала потребовала появления профессионалов, специализирующихся на управлении деньгами, им не принадлежащими (other people money). Для принятия инвесторами решения об инвестиции в какой-либо венчурный фонд они хотели бы получить ответ на следующий вопрос: почему имеет смысл вкладывать деньги именно в данный фонд. (Предполагается, что эти люди не испытывают недостатка в предложениях подобного рода.) Чтобы обеспечить их подробной информацией, учредители фондов на начальном этапе выпускают меморандум (placement memorandum), где подробно описаны цели и задачи фонда, специфические условия его организации и предпочтения.

### **Источники формирования инвестиционных фондов**

---

<sup>14</sup> [www.ventureone.com](http://www.ventureone.com)

Традиционные источники формирования венчурных фондов на Западе - средства частных инвесторов (business angels), корпоративные инвесторы, пенсионные фонды (pension funds), страховые компании (insurance companies), различные правительственные агентства и международные организации.

Таким образом, источники формирования венчурных фондов достаточно разнообразны, что позволяет в размерах индустрии венчурного финансирования привлекать крупные капиталы. Венчурное финансирование является альтернативным источником финансирования НИОКР, замещая бюджетное финансирование. С развитием индустрии венчурного финансирования нагрузка на бюджет по финансированию инноваций снижается, а эффективность вложений повышается<sup>15</sup>.

Это связано с тем, что в отрасли венчурного финансирования работают профессиональные управляющие, которые на основании своего опыта отбирают проекты для инвестирования, а также после инвестирования оказывают существенную помощь растущему инновационному бизнесу.

В отличие от венчурного финансирования бюджетное подразумевает выдачу грантов на исследования, то есть отсутствует механизм контроля за инвестициями. Результатом исследования может стать законченный продукт или технология, который не найдет своего коммерческого применения. Также, результатом исследования может стать вполне жизнеспособный продукт или услуга, который при профессиональном подходе к коммерциализации смог бы занять свою рыночную нишу. Но в отличие от венчурного финансирования – бюджетное не осуществляет кроме финансовой дополнительной помощи.

Размеры фондов колеблются от нескольких миллионов до нескольких сот миллионов долларов. Различаются две основных формы инвестиционных фондов: закрытые (closed-end) и открытые (open-end) фонды. В закрытых фондах после сбора средств образуется замкнутая группа инвесторов. В открытых фондах (какими являются, например, взаимные фонды (mutual funds) менеджеры соглашаются выкупать обратно любые акции по открыто публикуемой чистой стоимости на текущий день (net assets value). Этот вид фондов не ограничен какой-либо определенной суммой - они растут в зависимости от того, вкладывают инвесторы дополнительно в них средства или наоборот, изымают. Закрытые венчурные фонды существуют 5 - 10 лет. Этот срок в мировой практике считается

---

<sup>15</sup> [www.gaap.ru](http://www.gaap.ru)

вполне достаточным для достижения инвестируемой компанией удовлетворительного роста и, соответственно, обеспечения инвесторам приемлемого уровня возврата на инвестицию. За первые четыре - пять лет существования фонда его средства должны быть полностью использованы, т.е. распределены в виде инвестиций. Тем не менее, фонд официально прекращает свое существование лишь после того, как инвесторы возместят внесенные в него средства и получают дополнительный возврат на инвестицию<sup>16</sup>.

Источники венчурного финансирования условно можно разделить на два сектора: формальный и неформальный<sup>17</sup>.

К наиболее распространенным и типичным структурам формального сектора относятся:

- Фирмы венчурного капитала
- Фонды венчурного капитала
- Специализированные фонды по поддержке малых компаний, работающих в научно-технологическом секторе
- Инвестиционные компании
- Институциональные инвесторы: пенсионные фонды, страховые компании
- Нефинансовые корпорации
- Промышленно-финансовые группы
- Национальные банки
- Коммерческие банки
- Транснациональные венчурные фонды

К неформальному сектору относятся:

- Личные сбережения предпринимателя
- Личные средства знакомых и друзей
- Частные средства, переданные в долг
- Гранты
- Средства дарственных фондов
- Пожертвования меценатов
- Средства спонсоров

---

<sup>16</sup> Воронцов В.А. Ивина Л.В. «основные понятия и термины венчурного финансирования» - Москва, Ступени, 2002 г., стр.96

<sup>17</sup> Воронцов В.А., Ивина Л.В. «Основные понятия и термины венчурного финансирования» - Москва, 2002 г., Ступени, стр. 95.

- Средства академических и отраслевых институтов
- Средства бизнес-ангелов
- Синдицированные средства частных венчурных капиталистов.

В формальном секторе в связи с особым статусом институциональных источников работающего здесь венчурного капитала, а также из-за того, что стоимость оценки рисков проекта примерно одинаковая как для больших, так и для малых компаний, финансируются только крупномасштабные проекты, требующие от нескольких десятков до нескольких сотен миллионов долларов, причем на относительно непродолжительное время и при более низкой степени риска.

Небольшие проекты, объем финансирования которых колеблется от нескольких десятков тысяч долларов до 100 тысяч долларов, финансируются преимущественно в неформальном секторе.

### **1.3.5. Поиск инвестиционных проектов**

На стадии поиска инвестиционных проектов управляющие фондом занимаются сбором и рассмотрением заявок от потенциальных компаний для инвестирования. Этап выбора компаний условно делится на три составляющие:

- Search – «поиск», поиск управляющими венчурных фондов перспективных высокотехнологичных проектов
- Screening – «просеивание», отбор наиболее интересных высокотехнологичных проектов
- Deal flow – «поток сделок», начальный этап работы с компаниями, потенциально представляющими интерес для инвестора, на котором происходит накопление информации о компаниях<sup>18</sup>

У каждого из этапов есть свои особенности. На этапе поиска компаний большое значение имеет инфраструктура венчурного сообщества, а именно наличие в нем посредников, распространяющих информацию о компаниях нуждающихся в капитале. На каждом из уровней инвестирования данные посредники имеют различные формы. В среде бизнес англов их обычно называют архангелами, это те люди, которые спланируют вокруг себя сообщество бизнес ангелов и своим примером инвестирования в молодые технологичные компании увлекают за собой других бизнес ангелов.

---

<sup>18</sup> Воронцов В.А., Ивина Л.В. «Основные понятия и термины венчурного финансирования» - Москва, 2002 г., Ступени. Словарь терминов.

На уровне венчурных фондов роль посредников выполняют различные выставки и ярмарки, на которых молодые компании представляют свои проекты и ищут потенциальных инвесторов. Также, связь между инновационной компанией и венчурным фондом обеспечивается за счет бизнес ангелов, которые проинвестировали данную компанию на более раннем этапе. Один из возможных вариантов выхода бизнес ангела из инновационной компании – продажа своей доли венчурному фонду, за счет данной продажи обеспечивается распространение информации о компании и она получает возможность привлечь более крупные инвестиции от венчурных фондов.

Основная тенденция развития заключается в том, что чем большую историю имеет индустрия венчурного финансирования, тем более развита в ней информационная инфраструктура и тем большее количество информационных посредников в ней присутствует, вместе с этим процесс поиска инвестора упрощается.

На этапе просеивания главное значение имеет предоставленный венчурному фонду бизнес план.

Любое рассмотрение предлагаемой сделки начинается с предоставления бизнес-плана. На заре венчурного бизнеса ему не придавалось такого значения, как сегодня. Том Перкинс составил бизнес-план Intel на полутора страницах.<sup>19</sup>

Написание профессионального бизнес-плана – ключевой фактор успеха молодой инновационной компании. Именно в нем предприниматель раскрывает свое видение развития бизнеса, в нем он описывает основные этапы становления и основные факторы, препятствующие развитию. Также, в бизнес плане раскрывается личность предпринимателя, у венчурного капиталиста появляется возможность оценить деловые качества предпринимателя.

В настоящий момент написание бизнес планов является сегментом рынка консультационных услуг. Существует несколько отечественных программных продуктов, позволяющих рассчитать инвестиционные проекты. За редким исключением, составленные профессиональными консультантами бизнес-планы или те, в которых содержатся расчеты, сделанные при помощи той или иной специальной компьютерной программы, являются для венчурного капиталиста пустой тратой времени. "Пожив на свете, большинство из нас приходит к выводу,

---

<sup>19</sup> Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию. Теория и десятилетие практики»- Санкт-Петербург, 2003г., «Альпари Спб», стр. 67

что все утверждения экономистов не соответствуют истине" - писал Севил Норкот Паркинсон.<sup>20</sup>

При всей значимости этого важного документа, венчурный капиталист прежде всего оценивает личность самого предпринимателя и качество его команды через написанный ими самими бизнес-план. Предприниматель, решившись обратиться к венчурному инвестору, делает это один или несколько раз в жизни. Венчурный инвестор, особенно на Западе, еженедельно может рассматривать десятки бизнес-планов. Бизнес-план - один из конечных продуктов того, что называется корпоративной культурой (corporate culture) компании. В зависимости от того, какая атмосфера царит в компании, как складываются взаимоотношения между сотрудниками, как распределены полномочия, какие цели и задачи ставит перед собой предприниматель и его команда, облик бизнес-плана может принимать самые разные выражения. "Структура организации определяется качеством индивидуумов, которые ее составляют. По крайней мере, из этого стоит исходить".<sup>21</sup>

Большинство инвесторов предпочитают видеть бизнес-планы, составленные самой компанией, без привлечения сторонних консультантов. Такой документ лучше всего дает представление о сильных и слабых сторонах фирмы и ее людях. Универсального бизнес-плана, пригодного на все случаи жизни, не существует. Венчурный капитал, как источник альтернативного финансирования, предъявляет свои особые требования к объекту инвестирования. Предпочтения и стиль работы разных венчурных фондов могут значительно различаться. Поэтому прежде, чем приступать к составлению бизнес-плана, предпринимателю следует как можно лучше понять, чего ждет от него инвестор, и только после этого приступать к его написанию. Единственным и неизменным требованием любого венчурного института к составителю бизнес-плана является честное и откровенное изложение того, что происходит в компании и вокруг нее. Лучше изначально продемонстрировать пределы своих возможностей, чем заставлять людей тратить время и силы, чтобы впоследствии испытать разочарование.

По статистике 5% бизнес планов выносятся на дальнейшее рассмотрение, из этих 5% 10% проходят первоначальную проверку, из этих 10% еще 10%

---

<sup>20</sup> Паркинсон С.Н., «Законы Паркинсона», - Минск, 1997, стр. 313.

<sup>21</sup> Тобиас Л., «Психологическое консультирование и менеджмент: взгляд клинициста», - Москва, 1997 г., стр. 61

проходят тщательную проверку и получают финансирование. То есть только 5 из 1000 бизнес планов получают финансирование<sup>22</sup>.

### **Перечень рисков, учитываемых при рассмотрении бизнес плана.**

#### Собственность, акционеры:

- Структура акционерного капитала
- Цели, задачи и интересы акционеров, их совпадение с интересами и целями Фонда

#### Управление и управляемость компанией:

- Организационная структура
- Профессиональная компетентность управляющих, их способность справиться с проблемами роста
- Биографии управляющих с обязательным упоминанием образования, основных достижений в прошлом, наград, степеней и т.д.
- Личные качества (на основе личных ощущений)
- Открытость, готовность к сотрудничеству с Фондом и доверие (на основании личных ощущений)
- Положение и статус управляющих в деловом обществе

#### Персонал:

- Взаимоотношения в коллективе:
  - Наличие команды и командного духа, атмосфера в коллективе
  - Заинтересованность, понимание и участие в достижении конечных оперативных результатов
  - Удовлетворение материальным и профессиональным положением
  - Делегирование полномочий

#### Клиенты:

- Крупнейшие клиенты и зависимость компании от них
  - Кто является крупнейшими клиентами компании, объемы продаж им, статус с точки зрения монополизма на рынке
  - Географическая и отраслевая концентрация клиентов
- Зависимость компании от платежеспособного спроса со стороны клиентов

---

<sup>22</sup> [http://www.1000ventures.com/venture\\_financing/vfin\\_main.html](http://www.1000ventures.com/venture_financing/vfin_main.html)



- Статистические данные о состоянии платежеспособного спроса на данном сегменте рынка
- Возможность использования финансовых инструментов для решения проблем неплатежей
- Мнение клиентов о качестве продукции, выполнении обязательств по срокам, номенклатуре, характеристикам продукции, планы по развитию/сокращению взаимоотношений (причины), рекомендации в случае развития

#### Рынок:

- Описание рынка и его характеристика (насыщенный/ненасыщенный, конкурентный/неконкурентный, растущий/стабильный и пр.):
  - Описание рынка
  - Емкость рынка и рыночная доля компании (собственная оценка и данные маркетинговых исследований) в денежном выражении (USD)
  - Сезонность рынка
  - Степень монополизации и уровень государственного регулирования и вмешательства.

#### Конкуренция:

- Интенсивность конкуренции
  - По каким направлениям осуществляется
  - Сильные и слабые стороны конкурентов; В настоящее время и прогнозируемые на ближайшие 5-7 лет
  - Опасность конкуренции для компании (конкуренция по качеству/цене);
  - Возможность появления конкуренции со стороны возрождающихся крупных государственных (акционированных) предприятий и новых фирм, создаваемых с участием иностранного капитала (транснациональных компаний, фирм-монополистов)
- Появление новых рыночных факторов и способность компании оперативно на них реагировать:
  - Новые возможности (области) применения продукта компании, осведомленность компании о них

- Необходимость и возможность горизонтального расширения рынка (новые сегменты)
- Способность к постоянному совершенствованию выпускаемой продукции, проведение научно-исследовательских работ.

#### Сбыт:

- Особенности сбытовой системы компании
- Зависимость компании от собственной системы сбыта (дилеров, дистрибьюторов, агентов и пр.) - объективные и субъективные факторы

#### Система снабжения:

- Число крупнейших поставщиков
- Отраслевая и географическая концентрация поставщиков
- Зависимость компании от собственных поставщиков и ее способность изменить структуру закупок без ощутимого ущерба
- наличие "неафишируемых" договорных отношений.

#### Продукция:

- На каком этапе жизненного цикла находится продукция компании
- Конкурентные преимущества и недостатки
- Возможность и необходимость диверсификации ассортимента продукции (см. стратегию развития бизнеса)
- Наличие и зависимость от послепродажного сервиса

#### Производство:

- Особенности производственного процесса
- Эффективность организации производства
- Уровень технического оснащения (достаточность/недостаточность) и необходимость дооснащения/перевооружения
- Скрытые активы и пассивы
- Длительность производственного цикла, его совпадение в финансовым (для оценки достаточности оборотного капитала)
- Влияние прав пользования и распоряжения (аренда помещений, оборудования, лизинг) на надежность бизнеса, себестоимость продукции

#### Активы:

- Права собственности компании (материальные и нематериальные активы), их чистота и уязвимость
- Достоверность оценки стоимости активов (балансовая стоимость/рыночная стоимость)
- Зависимость компании от прав пользования и распоряжения, переданных компании (аренда, лицензии, патенты и пр.)

#### Финансы:

- Полнота, достоверность, доступность и прозрачность систем учета и отчетности
- Профессиональная компетентность управляющих и специалистов в области управления финансами и бухгалтерском учете
- Уязвимость отчетных результатов со стороны контролирующих органов с точки зрения возможных убытков

#### Репутация:

- Деловая репутация компании (на основании опросов)
- Факторы, способные нанести ущерб репутации компании

#### Выход из компании:

Видимые на настоящем этапе возможные пути выхода из компании и связанные с этим проблемы

#### Резюме: подверженность оперативных результатов деятельности компании

#### воздействия позитивных и негативных факторов:

- Факторы, способные вызвать колебания
- Воздействие таких факторов на оперативные финансовые результаты
- Способность компании контролировать действие таких факторов

Источник: Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию. Теория и десятилетие практики»- Санкт-Петербург, 2003г., «Альпари Спб»

После рассмотрения бизнес планов начинается этап, носящий название «поток сделок» (Deal flow). На этом этапе венчурный капиталист отбирает несколько компаний, с которыми он непосредственно будет общаться в целях инвестирования. При этом основным критерием отбора является ответ на два вопроса: способен ли товар, который представляет инновационная компания

быстро занять большую долю нового рынка и окупить вложения, а второй вопрос – способна ли команда менеджеров профессионально управлять инновационной компанией и довести продукт до коммерческого успеха. Для нахождения ответов на этот вопрос венчурные капиталисты в течение продолжительного времени наблюдают за компанией и ее менеджментом. Этот процесс носит название «тщательное наблюдение» (Due diligence). Эта стадия одна из самых длительных в венчурном финансировании, продолжительность ее может достигать до полутора лет, завершается она принятием окончательного решения. «если испанская инквизиция на протяжении всей истории ассоциировалась с физическими пытками для достижения духовного послушания, общение с венчурным капиталистом можно сравнить с интеллектуальным истязанием. Если даже вам удастся выжить, он (венчурный капиталист) пропустит ваши мозги через такую мясорубку, что вы будете готовы на все, лишь бы доказать, что думаете так же как и он»<sup>23</sup>

По результатам такого исследования, если принимается положительное решение, составляется инвестиционное предложение или меморандум (Investment offer, Memorandum), в котором суммируются все выводы управляющего венчурным фондом. Меморандум предоставляется на инвестиционный комитет (Investment committee), который принимает окончательное решение по поводу инвестирования. Однако, как показывает практика, инвестиционный комитет полагается на мнение управляющего фондом, и, как правило, одобряет предложенные сделки. То есть, как такого перехода ответственности за сделку не переходит, она так и остается на плечах управляющего, несмотря на то, что комитет одобрил сделку. Случаи отказа бывают, но они очень редки.

---

<sup>23</sup> [www.datamerge.com](http://www.datamerge.com)

### 1.3.6. Подписание договоров

После принятия положительного решения об инвестировании в компанию наступает этап фактического перевода денежных средств на счет инвестируемой компании, сопровождаемый составлением и регистрацией необходимых юридических документов. Стандартный комплект юридических документов, оформляемых при венчурном финансировании, состоит из:

- Соглашения между акционерами (Shareholders Agreement)
- Устава (Charter)
- Обязательств о раскрытии информации (Disclosure Letter)
- Соглашения о купле-продаже акций (Sales-Purchase Agreement)<sup>24</sup>

Первые два документа, составленные западными юристами, представляют собой внушительные фолианты. Третий документ – это подтверждение, подписываемое всеми акционерами, продающими акции того, что ими правдиво и полностью раскрыта информация, которая может негативно отразиться на состоянии дел совместной компании в будущем. В последнем документе отражаются основные параметры сделки<sup>25</sup>.

Если структура сделки предусматривает смешанную форму инвестирования: частично в акционерный капитал, частично в виде долгосрочного кредита, в этом случае компания подписывает кредитное соглашение с венчурным фондом.

### 1.3.7. Hands-on support

Когда подготовительная работа завершена и предприниматель со своей командой получают инвестиции, наступает новая стадия, называемая «Hands-on support» или «Hand-on management». Венчурные капиталисты не снимают с себя ответственности за будущее компании после предоставления ей инвестиций. Представитель венчурного фонда входит в состав совета директоров в качестве одного из директоров. Он присутствует на регулярных заседаниях и принимает участие в разработке стратегических решений. Обычно раз в месяц исполнительные директора предоставляют отчет о деятельности компании совету

---

<sup>24</sup> <http://www.venturea.com/financin.htm>

<sup>25</sup> Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию. Теория и десятилетие практики»- Санкт-Петербург, 2003г., «Альпари Спб»

директоров. По сути – это месячные отчеты о движении денежных средств компании.

Присутствие в совете директоров компании представителя венчурного фонда позволяет существенно расширить возможности для компании и получить поддержку со стороны венчурного фонда. Венчурные фонды могут организовать взаимодействие между своими портфельными организациями, достигая эффекта синергии. Входя в совет директоров компании, венчурный капиталист приносит с собой один из ценнейших активов для бизнеса – свои деловые связи и опыт. «Роль венчурного капиталиста заключается в том, что он на треть действует как тренер, еще на треть как член команды, и на оставшуюся треть как финансовый аналитик, в чью основную задачу входит ограничение рисков и предотвращение ошибок»<sup>26</sup>

Главной задачей венчурных финансистов во время этого этапа является добавление стоимости компании (Adding Value) и способствование ее скорейшему росту. Для этого они используют многочисленные деловые связи и личный опыт, полученный за время работы.

### **1.3.8. Выход из компании**

Жизненный цикл инвестиций в венчурную компанию не превышает 7 лет. За этот период компания должна добиться таких экономических результатов, которые позволили бы венчурному капиталисту окупить первоначальные вложения и получить планируемую прибыль. По истечению этого срока венчурный капиталист ищет возможность выхода из компании путем продажи своей доли акций какому-либо инвестору.

Существует три основных категории инвесторов, заинтересованных в покупке компании:

- Управляющие менеджеры, либо менеджеры со стороны
- Широкий круг частных и корпоративных инвесторов, ищущих возможность инвестирования в прибыльную и надежную компанию
- Крупные корпорации, стремящиеся выйти на новые рынки или ищущие возможность получения новых технологий

Соответственно, основные способы конечного выхода из компании связаны с поиском инвесторов, принадлежащих к одной из указанных групп. Также существует возможность продажи компании другому инвестору, например, бизнес

---

<sup>26</sup> Harmon S., “Zero gravity. Riding venture capital high-tech start-up to breakout IPO”, Bloomberg Press, Princeton, 1999, p. 94

ангел может продать свою долю небольшому венчурному фонду, небольшой венчурный фонд может передать свою часть более крупному. Но данный вид выхода не стоит рассматривать как основной, так как цель его носит краткосрочный характер и продажа не является конечной.

Соответственно, продажа указанным группам инвесторов осуществляется через сделки **MBO/MBI** (management buy-out/management buy-in), вывод акций на фондовый рынок - **IPO** (initial public offering), сделки слияния-поглощения **M&A** (mergers&acquisition).

Наиболее распространенные из указанных – сделки слияния поглощение и вывод акций на фондовый рынок. Это связано с тем, что в данном случае венчурные капиталисты могут обеспечить себе наиболее высокую доходность инвестиций.

По мнению управляющих фондами в 57 % случаев они обеспечивают получение прибыли, превышающей их первоначальные ожидания. Правда, по мнению инвесторов венчурных фондов, прибыли были выше или соответствовали ожидаемым в 28% случаев, были незначительно ниже ожидаемых в 44%, и были значительно ниже в 28%<sup>27</sup>. Это свидетельствует о том, что инвесторы изначально имеют завышенные ожидания и находятся в некоторой иллюзии относительно доходности фондов. Несмотря на статистику, которая убедительно показывает среднюю доходность венчурных фондов на уровне 25-30%, инвесторы, тем не менее, предпочитают надеяться на нечто большее и остаются разочарованными в конце<sup>28</sup>.

Главную роль в поисках покупателя компании играют сотрудники инвестиционных банков, отдела слияний и поглощений (M&A Group). Подготовка компании к продаже занимает продолжительное время, иногда около года. За это время находятся наиболее оптимальные варианты выхода из инвестиции, которые удовлетворяли бы как инвестора, так и менеджмент компании, а также новых акционеров, которые приобретают пакет акций, принадлежащий венчурному фонду.

Там, где развит рынок капитала, выход из инвестиций проходит без затруднения, так как всегда находятся желающие купить эффективно работающую компанию, чтобы получить доход от ее деятельности.

---

<sup>27</sup> Воронцов В.А. Ивина Л.В. «основные понятия и термины венчурного финансирования» - Москва, Ступени, 2002 г., стр.56

<sup>28</sup> <http://www.1000ventures.com>

Какая из схем выхода венчурного фонда из состава акционеров будет выбрана, зависит в основном от результатов развития компании. В случае, если продукт инновационной компании добился быстрого успеха и темпы роста продаж и доли рынка оказались значительными, вероятнее всего будет выбран выход посредством IPO.

Наиболее эффективным способом выхода из компании является выпуск акций и размещение их на фондовой бирже. Но не все молодые компании могут позволить себе IPO. Это связано с тем, что для прохождения процедуры IPO, и дальнейшего размещения на фондовом рынке необходимо соответствовать требованиям, предъявляемым участниками этого рынка. Основным критерий – размер компании, для многих инновационных компаний это самый сложный барьер, преодолеть который могут не все. Для размещения на американском фондовом рынке необходимо, чтобы размер выпуска был не менее 250 – 300 миллионов долларов.

Процедура IPO на американском фондовом рынке рассматривается ниже.

В США IPO является в первую очередь продуктом деятельности инвестиционных банков и лишь затем, формализованным процессом, в который вовлечены биржи, регулятивные агентства. Вывод акций на биржу является финалом этого процесса, и ни в коем случае не его сущностью. IPO – Initial public offering, переводится как первоначальное публичное предложение. Состоит оно не в том, что делается через биржу, а в том, что ценные бумаги в ходе этого процесса могут быть формально предложены публике – они регистрируются согласно правилам регулятора для публичных бумаг. Предложения осуществляется в два этапа. Сначала эмитент выбирает банк, которому он доверит провести размещение, а банк решает, заинтересован ли он проводить размещение акций данного эмитента. Это обоюдный процесс, где относительный вес и привлекательность эмитента и банка вступают в сложное соревнование в поисках лучшей комбинации партнеров. Когда эмитент и обслуживающий его инвестиционный банк достигают договоренности, подписывается соглашение о проведении IPO – этот момент называется вручением «мандата». Мандат делает инвестиционный банк финансовым советником компании по вопросам, касающимся размещения, а также «лид-менеджером» выпуска. Мандаты бывают двух видов: «твердое обязательство» (firm commitment) предусматривает, что банк советник выкупит весь неразмещенный объем эмиссии; «наилучшие усилия» (best efforts) предполагает, что банк постарается, чтобы эмиссию



раскупили. Обычно твердое обязательство означает, что банк либо очень заинтересован в эмитенте, либо убежден в его популярности у инвесторов и намерен придержать некоторый объем выпуска для себя. В случае, когда банк берет на себя твердое обязательство, он становится «андеррайтером», то есть берет на себя ответственность, что выпуск будет размещен в полном объеме.

После этого компания вступает в период предпродажной подготовки. Она проходит аудит, юридическую очистку и другие процедуры, именуемые *due diligence*, призванные оценить риски инвестирования и собрать всю информацию о компании. Этот период также предназначен для того, чтобы финансовый советник определил момент выпуска и оценил цену предложения, возможный спрос и основные параметры выпуска. На этой фазе банк-советник должен приложить максимум мастерства, чтобы обеспечить компании наилучшие условия размещения. Иногда в этот период компания реструктуризируется, а иногда ее акции консолидируются или дробятся.

В это же время банк-менеджер начинает собирать так называемый синдикат – группу банков, которые будут принимать вспомогательное участие в размещении.

С момента подачи заявки на регистрацию в регулирующий фондовый орган начинается следующая фаза, именуемая «остыванием» (*cooling off period*). В этот период компания находится на проверке и не имеет права делать никаких публичных заявлений, прогнозов или чего-либо подобного способного подстегнуть интерес рынка к ней.

Инвесторы получают информацию об эмитенте трижды. Первым знакомством является предварительный проспект называемый в США *red herring* – («красная селедка»). Он, как правило, близко повторяет конечный вариант, но тем не менее не является официальным документом, а просто «информационным документом». По итогам ознакомления с этим документом инвесторы могут выслать своим брокерам, участвующим в синдикате, предварительные индикативные заявки. Вторым документом является официальный проспект, получаемый инвесторами за сутки-двое до момента закрытия подписки.

После окончания периода остывания заканчивается, дата выпуска подтверждается и начинается основная часть процесса. Компания участвует в гастролях «roadshow». Организует *roadshow* банки-менеджеры. Главное действующим лицом на презентациях является компания-эмитент в лице своего высшего руководства. Роудшоу – это серия презентаций, на которых топ-

менеджеры компаний лично представляют компанию потенциальным новым акционерам. Проходят презентации в течение нескольких недель, иногда до полутора месяцев по пять шесть встреч в день. Для инвесторы, в роли которых обычно выступают инвестиционные фонды и управляющие компании, основным фактором доверия к компании-эмитенту является личное знакомство с топ-менеджментом и собственниками компании.

После завершения роудшоу процесс ускоряется. Банки готовят окончательный проспект, выбрасывают на рынок подготовленные аналитические обзоры с рекомендациям покупать IPO-выпуск и собирают твердые клиентские заявки. В этих заявках клиенты должны указать сколько акций и по какой цене они намерены купить при размещении. Затем синдикат во главе с лид-менеджером приступают к своей обязанности – определению цены предложения и распределению объема акций.

В результате этого распределения инвестиционные банкиры могут значительно увеличить размер полученного дохода по сравнению с первоначальной комиссией.

Главную прибыль банки имеют от того, что оставляют на рынке большую часть заявок, ограничивая объем продаж в размерах объявленной эмиссией и по цене в заявленных пределах. Иногда выпуск оказывается «переподписан» таким образом в 5-6 раз. В принципе для компании оптимально, если она повысит цену в пределах дозволенного законодательством и продаст всю эмиссию по максимальной цене. Однако, это существенно снизит доходы инвестиционных банков. Поэтому банки создают превышение спроса над предложением, вызывая искусственный дефицит акций, а иногда часть эмиссии придерживается для дополнительного размещения. В решении вопроса, чьи заявки удовлетворять, а чьи отклонить, не последнюю роль играет статус клиентов-инвесторов, традиционные деловые связи, а порой и банальные замаскированные взятки.

В первый день, когда выпуск появляется на рынке, накопленный спрос вызывает мощный рывок акций вверх, часто подогретый ажиотажем вокруг популярных акций. Особо приближенные к раздаче инвесторы и сами инвестиционные банки сбрасывают на этом «запрограммированном» рынке свою долю акций с большой прибылью.

Компании теоретически должны были недолюбливать эту схему, поскольку все деньги, которые могли бы достаться им, получают инсайдеры. Но, так как это общепринятый порядок и курс акций обычно после всех колебаний

стабилизируется на отметке, иногда даже ниже цены размещения, компании предпочитают не нарушать общепринятых норм и не пробовать проводить размещение на свободном рынке.

В разгар Интернет-бума молодые компании, которых не устраивала классическая схема размещения, имели возможность проводить альтернативные IPO, где распространение акций опиралось исключительно на спрос и предложение, а не через закрытую манипулируемую подписку. Был предложен альтернативный способ размещения, согласно которому акции продавались компьютером по принципу «голландского аукциона», соответственно, заявки удовлетворялись по цене и количеству, указанному в ней. Банк же при такой схеме не принимает никакого участия. Это открывало возможность участвовать в IPO всем инвесторам, даже самым мелким, которых традиционно инвестиционные синдикаты не рассматривали. Акции в результате размещения попадали на NASDAQ и обращались на таких же условиях, что те, которые были размещены по классической схеме.

Также, говоря об IPO, необходимо сказать, что процесс организационно насыщенный и дорогой. Дороговизна его вызвана тем, что он зарегулирован государством: стоимость юридических и прочих обязательных расходов составляет не менее 50-80 тысяч долларов<sup>29</sup>, причем эту сумма может быть превышена в процессе исполнения в несколько раз. К тому же после размещения стоимость управления компанией также повышается, она обязана вести публичную отчетность, возрастает вероятность предъявления компании акционерных исков. Еще больше на стоимость капитала влияет то, что успех IPO в коечном счете зависит от способности банка продать акции своим клиентам. Если банк не приведет достаточное количество клиентов-инвесторов, компании гораздо сложнее обеспечить спрос на свои акции, учитывая, что сроки ей отведены жесткие. Официальная комиссия на выпуски может составлять до 10% от размера, если выпуск имеет небольшой размер, а также опускаться до 1 % если речь идет о выпуске порядка миллиарда долларов, но в среднем она колеблется от 3 до 7 процентов.

Это определяет объем выпуска, который должна обеспечить компания, - крупнейшие инвестиционные банки не станут работать с выпусками, комиссия по которым ниже 5-7 миллионов долларов. Крупные инвесторы также не будут

---

<sup>29</sup> Амосов Ю. «Эксперимент», «Эксперт» №38 (344) от 14.10.02, стр. 58-64.

тратить время на инвестиции, объем которых ниже их минимальных лимитов на одну сделку. Так что мелкие эмитенты работают вместе с мелкими банками и мелкими инвесторами. Как следствие, стоимость их капитала возрастает, а обеспечить нужный уровень спроса и последующую ликвидность становится сложнее. Все это отсекает от IPO мелкие компании - в США порог капитализации, необходимый для того, чтобы обсуждать выпуск с лидерами инвестиционного бизнеса, проходит примерно на 200-250 миллионах долларов<sup>30</sup>.

Основные выводы:

1. **Венчурное финансирование** - это способ финансирования стартующих, развивающихся **инновационных компаний**, при котором венчурные капиталисты получают определенную **долю акционерного капитала** компании в обмен на предоставленные средства и возможность последующей выгодной продажи этой доли
2. Основной **задачей** венчурного капиталиста является **ускорение роста** компании, в связи с этим **венчурный капитал** предоставляется на **длительный срок** и **не уменьшает денежный поток** во время функционирования компании
3. Венчурные **капиталисты** приносят в компании свой **опыт** и личные деловые **связи**, ускоряя тем самым рост компании
4. Существует **шесть стадий** венчурного финансирования, последняя стадия заключается в выходе венчурного капиталиста из акционерного капитала
5. **Выход** осуществляется путем **продажи пакета акций**, принадлежащего венчурному капиталисту, либо менеджерам компании (**M&I**), либо стратегическому инвестору (**M&A**), либо путем вывода акций компании на фондовый рынок (**IPO**)

---

<sup>30</sup> <sup>30</sup> «Эксперт» №38, 14 октября 2002 г., Ю.Аммосов «Эксперимент», стр. 58-64.

## **Глава 2. Анализ мирового опыта создания индустрии венчурного финансирования**

### ***2.1. Государственные программы развития индустрии венчурного финансирования***

Огромное значение для построения эффективной индустрии венчурного финансирования в России имеет изучение мирового опыта в этой сфере. Переход развития на постиндустриальный уровень обусловил потребность многих стран в стимулировании новых технологий для роста и развития национальных экономик. Конкуренция, сложившаяся на рынке высоких технологий обусловила необходимость развития как НИОКР, так и малых инновационных компаний. Развитие индустрии венчурного финансирования является оптимальной формой поддержки инновационного сектора экономики.

К настоящему моменту в большинстве развитых стран уже сформированы соответствующие программы стимулирования инноваций и венчурного бизнеса. Эти же программы активно формируют и передовые развивающиеся страны, такие как Китай и Индия, имеющие огромные заделы международного взаимодействия в сфере высоких технологий в форме аутсорсинга. Среди множества таких программ выделяют некоторые наиболее успешные уже с точки зрения сторонних наблюдателей. Основное преимущество России в формировании индустрии венчурного финансирования заключается в том, что есть богатый практический опыт развитых стран, анализируя который можно избежать ряда ошибок.

В данной работе предлагается рассмотреть государственные программы, направленные на стимулирование развития индустрии венчурного финансирования. Опыт США, Японии и Израиля позволит продемонстрировать, какие механизмы стимулирования эффективны и жизнеспособны.

### **2.1.1. Программы стимулирования развития индустрии, принятые в США**

Исторически венчурный капитал возник именно как северо-американский феномен. Современная венчурная индустрия начала свое формирование после Второй мировой войны. Вторая мировая война породила множество передовых технологических разработок преимущественно в оборонном комплексе, однако некоторые из них затрагивали и другие сферы, такие как, например, продукты питания. В середине 50-х правительство США поставило задачу ускорения развития передовых технологий и их внедрения. В 1957 году Федеральная резервная система США провела исследование, которое в качестве основного препятствия на пути развития выявило недостаток предпринимательского финансирования.

В ответ на это был принят закон о малых инвестиционных компаниях, а позднее была создана сеть инвестиционных компаний для малого бизнеса (Small Business Investment Companies – SBICs), которые предоставляли капитал, полученный от федерального правительства под ставки ниже рыночных. Это послужило точкой отсчета формирования венчурного капитала в США.

Основной идеей создания SBICs являлось объединение частного капитала с государственным. При этом, государство брало на себя риски неудачи, а частные предприниматели получали основную прибыль от совместной деятельности.

Данная программа привела к постепенному росту количества малых предприятий, которым наряду с поддержкой в финансировании на ранних стадиях также были предоставлены существенные налоговые льготы.

Чуть позже участниками проекта стали коммерческие банки, что привело к тому, что в течение четырех лет функционировала уже 600 таких компаний. Параллельно с этим процессом, шло формирование частных венчурных фондов. Частные венчурные фонды, хоть и не имели поддержки на государственном уровне, пользовались благоприятными условиями. Правительство создало оптимальную среду для роста малого предпринимательства, обеспечив и возможность доступа к капиталу на ранних стадиях и налоговые льготы. Развиваясь, малому бизнесу требовалось финансирование на более поздних этапах, на которых специализировались частные венчурные фонды.

---

<sup>31</sup> <http://www.sba.gov/INV/venture.html>

1960-е ознаменовались бумом на «бычьем» рынке IPO, который показал способность венчурных капиталистов создавать компанию и получить огромные прибыли от инвестиций. Рентабельность инвестиций достигала от 100 до нескольких сотен процентов в год. В результате венчурный капитал стал «горячим» рынком. Но по-прежнему еще слишком рискованным для институциональных инвесторов.

После этапа удвоения прибылей, рынок испытывал спад в течение семи лет, что побудило Конгресс законодательно ограничить возможности пенсионных фондов на участие в таких рискованных проектах, что привело рынок на дно к 1975 году. Однако, в последующие периоды ситуация складывалась только в сторону улучшения. Начиная с 1978 г., улучшения законодательных условий для венчурного финансирования (снижение ставки налогообложения с 49.5 до 28%, возврат пенсионных фондов на рынок), а также несколько высококачественных IPO: Federal Express, Apple computer, Genetech Inc, - позволило венчурной индустрии демонстрировать устойчивый рост. В период с 1980 (размер капитала составлял порядка 600 миллионов долларов) до 1987 (размер венчурного капитала достиг 4 миллиардов) гг. венчурный бизнес привлек более 3 миллиардов долларов. Отмена ограничений для пенсионных фондов на участие в венчурном финансировании позволило им поднять уровень своего участия с 15 % до 50%. Конец 1980-х гг. характеризовался увеличением доли фондов и других институциональных инвесторов в финансировании венчурного бизнеса по сравнению с бизнес-ангелами и семейными вложениями. Всплеск притока капитала имел предсказуемые результаты снижения средней доходности с 30 до 15%.<sup>32</sup>

А в 1990 году венчурный рынок испытал еще один спад (доходность упала до 8%). Начался отток капитала из отрасли в 1989-1991 гг. Бум IPO 1991-1994 гг. значительно способствовал перелому сложившейся тенденции<sup>33</sup>.

По сведениям Venture One Corporation суммы инвестиций венчурных капиталистов США увеличились с 7 миллиардов долларов в 1995 году до 11.5 миллиардов долларов в 1997. Из них 7,1 млрд. был вложен в отрасль информационных технологий, 2,6 млрд. в здравоохранение и 1,7 млрд. в розничные и потребительские товары. 1998 год стал седьмым годом непрерывного роста американской венчурной индустрии. Вложения оценивались в

---

<sup>32</sup> <http://www.vcinstitute.org/materials/galante.html>

<sup>33</sup> Там же

25 млрд. долл. венчурного капитала, предпочтение при этом отдавалось информационным технологиям.

На сегодняшний день венчурное финансирование рассматривается как наиболее эффективная форма развития малого венчурного бизнеса и национального сектора высоких технологий.

### ***Государственные программы поддержки***

Столь выдающемуся развитию американского рынка венчурного финансирования послужили ряд правительственных программ. Основной программой, которая привела к резкому росту индустрии венчурного финансирования, является программа поддержки малого бизнеса. В рамках этой программы была создана Администрация малого бизнеса.

Администрация малого бизнеса (Small business administration – SBA) была основана еще в 1953 году. На сегодняшний момент включает в себя целый ряд программ, начиная с поддержки традиционных отраслей и заканчивая венчурным финансированием. Венчурным бизнесом занимаются два подразделения этой программы – Small business technology transfer program (STTR) и Small business innovation research program (SBIR). Ключевыми факторами успеха этих программ стали два ключевых момента:

- Финансирование высокорисковых проектов
- Предоставление средств в безвозмездной форме

### **SBIR**

SBIR была учреждена в 1992 году (Small Business Innovation development act) и перед ней были поставлены четыре основных цели:

- стимулировать технологические инновации
- использовать малый бизнес для целей федерального правительства
- способствовать участию меньшинств в технологических инновациях
- увеличить процент успешных коммерческих проектов, выросших из федеральных НИОКР.

Основная задача SBIR – вовлечение малого бизнеса в процесс использования и успешной коммерциализации федеральных НИОКР. В свою очередь STTR создана с целью построения схемы эффективного взаимодействия между федеральными исследовательскими институтами и малым бизнесом в



сфере разработок и исследований с целью последующего коммерческого освоения.

Участниками SBIR в отличие от STTR являются 10 федеральных агентств:

1. Департамент обороны
2. Департамент энергетики
3. Департамент здравоохранения медицинского обслуживания
4. Национальная аэрокосмическая администрация (NASA)
5. Национальный фонд науки.
6. Департамент сельского хозяйства
7. Департамент коммерции
8. Департамент образования
9. Департамент транспорта и связи
10. Агентство защиты окружающей среды.

Эти агентства, как и в случае со SBIR, разрабатывают темы исследований и принимают решения о финансировании. Отличительной особенностью SBIR является то, что она включает агентства с различными профилями участия. Так участвующие департаменты делят на два больших типа: контрактный и грантовый. Такое деление связано с различием в условиях участия для малого бизнеса.

<b><i>Контрактные агентства (например, Департамент обороны и НАСА)</i></b>	<b><i>Грантовые агентства (например, Национальная ассоциация науки, Департамент энергетики)</i></b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Агентство разрабатывает планы, протоколы, требования исследований</li> <li>➤ Агентство утверждает темы исследования</li> <li>➤ Агентство оказывает содействие со стороны Департамента обороны и НАСА</li> <li>➤ Агентство осуществляет фискальный контроль</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Темы исследований определены более широко</li> <li>➤ Взаимодействие иницирует исследователь</li> <li>➤ Механизм сотрудничества</li> <li>➤ Более гибкие условия</li> </ul>

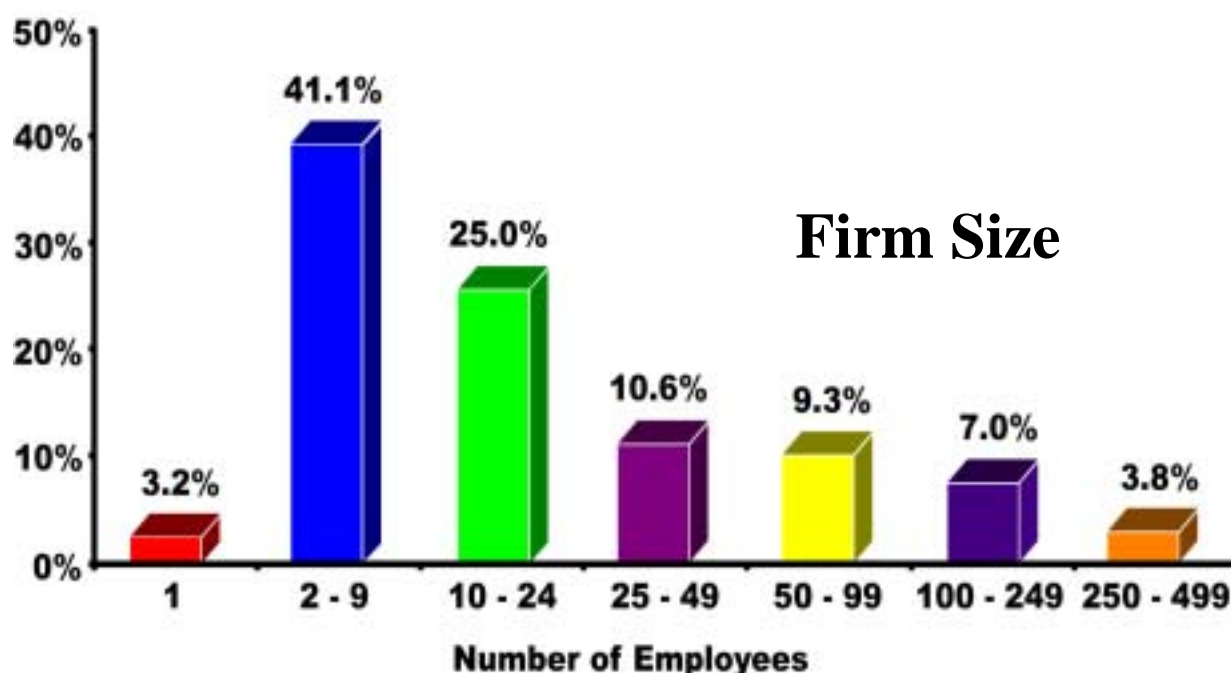
Таким образом, контрактные агентства выступают в качестве генерального заказчика от лица государства на проведение исследований. Темы исследований

утверждаются непосредственно в Департаментах, финансирующих исследования, после чего проводится конкурс и по итогам конкурса госзаказ передается научному коллективу.

В отличие от контрактных агентств, грантовые агентства финансируют исследования на темы, интересующие самих исследователей. То есть, грантовые агентства финансируют непосредственно НИОКР<sup>34</sup>.

В программе SBIR принимают участие в основном небольшие научные коллективы от 2 до 25 человек. Распределение размеров фирм отражено на диаграмме.

Диаграмма 1



<sup>34</sup> <http://sbirworld.com/solicitations/solicitations.asp?mnuSol=1>

## **STTR**

STTR была учреждена в 1992 году. В 2001 срок действия программы был продлен до 2009 года с увеличением доли отчислений от фондов федеральных агентств с 0,15 до 0,30% финансирование, а финансирование второй фазы увеличено с 500 тыс. до 750 000 долл.

Основная задача STTR – стимулировать научные и технологические инновации, необходимые для выполнения программ долгосрочной национальной политики, путем проведения совместных исследований и разработок малого бизнеса и исследовательских институтов. А также стимулировать трансферт технологий между малым бизнесом и исследовательскими лабораториями. STTR финансируется за счет статьи федерального финансирования НИОКР.

С помощью STTR разработки выходят за стены лабораторий и попадают на открытый рынок. Компании же выигрывают от коммерциализации разработок.

Предоставление финансовых ресурсов под программу осуществляется каждый год пятью федеральными агентствами, в числе которых:

- 1) Департамент обороны
- 2) Департамент энергетики
- 3) Департамент здравоохранения медицинского обслуживания
- 4) Национальная аэрокосмическая администрация (NASA)
- 5) Национальный фонд науки.

Именно этими департаментами разрабатываются темы исследований и принимаются решения в каждом конкретном случае.

Основными различиями между этими двумя программами является то, что SBIR только поощряет участие исследовательских институтов в программе (аутсорсинг около 33% первой фазы и до 50% второй фазы НИОКР) в то время, как STTR ставит участи таких институтов обязательным условием. Еще одним различием является требованием найма основного исследователя (автора разработок) малым предприятием в SBIR и отсутствие такого требования в STTR.

Общим для двух программ является механизм предоставления финансирования и участия. Программы являются трехфазовыми. После принятия решения о предоставлении финансирования начинается первая фаза. Первая фаза – старт-ап – предусматривает финансирование до 100 000 долл. в течение года (для STTR) и полугода (для SBIR) для исследования научной, технической и коммерческой пригодности и возможностей предлагаемой идеи или технологии. В

случае успешного завершения первой фазы начинается второй этап финансирования, предполагающий финансирование до 750 000 долл. в течение двух для расширения и закрепления результатов первой фазы<sup>35</sup>.

На этом этапе проводится полное исследование и начинается процесс коммерческого освоения. Успех первой фазы является обязательным условием для перехода на вторую. Третья фаза характеризуется окончательным выходом проекта из лаборатории на рынок. На этом этапе финансирование из фондов STTR/SBIR не предоставляется. Для малого венчурного предприятия встает необходимость поиска других источников финансирования.

#### Основные выводы:

1. Американские **программы** поддержки инновационного сектора экономики стоятся на **грантовом** принципе, а также размещении **госзаказов**.
2. Государство берет на себя **финансирование seed и start-up** при проведении научных исследований.
3. Американские программы поддержки подразумевают **выделение до 750 тысяч долларов** на проведение исследования.
4. **Результат** исследования передается **разработчикам** для последующей коммерциализации.
5. Государственные программы стимулируют проведение **исследований** в **институтах**, включая их в общую инфраструктуру индустрии венчурного финансирования.
6. **Финансирование** НИОКР осуществляется за счет средств **ведомств**.

---

<sup>35</sup> <http://sbirworld.com/solicitations/solicitations.asp?mnuSol=1>

## **2.1.2. Меры государственной поддержки венчурного капитала в Японии**

Особенностью японской индустрии венчурного финансирования является широкие возможности для создания бизнес-инкубаторов внутри крупных корпораций, занятых в различных сферах. Такое взаимодействие может быть принято на вооружение при формировании стратегического видения будущего венчура в тех странах, где этап концентрации капитала еще не окончен и абсолютными доминантами являются крупные компании, в том числе и в России.

Национальные и локальные государственные органы предлагают разнообразные меры стимулирования отрасли. Правительство поддерживает и развивает систему фондов, предполагающих предоставление объемов финансирования до 10 млн. иен без предоставления гарантий и обеспечения.

Локальные государственные структуры, в свою очередь, помимо предоставления финансовой поддержки активно занимаются организацией семинаров и программ повышения квалификации для предпринимателей с целью обеспечения им доступа к новейшим технологиям управления и организации бизнеса. Проведение круглых столов стимулирует коммуникации и создает сетевое пространство венчурной индустрии. Преимущество такого подхода связано, что система поддержки не ограничивается старт-апами, а включает наряду с ними уже существующие малые и средние компаниям, чья деятельность может быть оценена как эффективная. В поддержку государственной венчурной политики были приняты такие законодательные акты как Newly Incorporated Business Law Small в 1989 году и Medium-size Business Creation Activity Promotion Law в 1992 году<sup>36</sup>.

Еще одним ключевым элементом является организация сетевых организаций и ассоциаций поддержки венчурного бизнеса. Государственное финансирование таких отраслевых организаций, которые, в свою очередь, занимаются финансированием венчурных предприятий в своих отраслях. Основной же венчурный капитал Японии сосредоточен в дочерних компаниях банков и инвестиционных фондов. Складывается привычная ситуация, когда венчурные фонды (представляющие частные инвестиции) вступают в игру на этапе, когда риски, связанные с венчуром сокращаются. Таким образом роль правительства состоит в создании максимально благоприятных условий для развития малого венчурного бизнеса на этапах его зарождения.

---

<sup>36</sup> <http://www.fpcj.jp/e/shiryo/bim/vbj.html>

Задачей для индустрии венчурного финансирования является участие в формировании человеческих ресурсов определенного склада и уровня подготовки, способного создать критическую массу малых венчурных предпринимателей. В то же время огромное значение имеет наличие кадров, образующих инфраструктурные организации – координаторов проектов, менеджеров инкубаторов.

Это требует целой системы подготовки кадров, разработки специфических образовательных программ. Наличие таких подготовленных экспертов облегчит путь венчурного бизнеса к повышению своей эффективности и ускоренному росту. Для этих целей был создан Институт венчурного бизнеса, к которому с конца 1997 года активно присоединяются ученые из различных отраслей. На базе ведущих японских университетов (таких как Университет Токио) была учреждена программа подготовки лицензированных специалистов в области высоких технологий. Университеты рассматривались и как системообразующие звенья для создания условий для венчурных НИОКР, передачи технологий и прав на исследования малым компаниям, вовлечения научного сообщества в развитие прикладных исследований. В части этих взаимоотношений необходимыми посредниками и становятся координаторы. Необходимо воспитывать предпринимателей с детского возраста. Такое воспитание должно включать поднятие уровня независимости ребенка путем, например, предоставления возможности пожить в незнакомых условиях за границей в рамках образовательных программ обмена. Такой подход помогает пробудить предпринимательский потенциал ребенка, сформировать у него собственное уникальное видение окружающего мира.

В части привлечения индивидуальных предпринимателей (бизнес ангелов) к финансированию венчурных компаний, была разработана система налогового стимулирования «Angel Tax Cut»<sup>37</sup>. Основная цель такой системы – привлечь более широкие инвестиционные ресурсы.

В поддержку уже существующих компаний разработан японский аналог SBIR. Эта программа предусматривает тесное сотрудничество между государственными органами власти, министерствами, ведомствами и исследовательскими институтами и малым венчурным бизнесом. Система отбора компаний аналогично процедуре, принятой в SBIR.

---

<sup>37</sup> <http://www.fpcj.jp/e/shiryo/bim/vbj.html>

Успешно внедряемой формой взаимодействия между всеми заинтересованными сторонами являются венчурные лаборатории. Такие образования занимаются проведением независимых исследований и поддержкой различных проектов, проводят совместные исследования по заказу компаний и других организаций, проводят семинары и лекции, посвященные венчурному бизнесу и создают условия для максимальной реализации творческого потенциала студентов.

#### Основные выводы:

Программа стимулирования развития индустрии венчурного финансирования в Японии включает в себя следующие положения:

- 1. Создание фонда фондов**, из которого будут сформированы новые венчурные фонды. Фонд предоставляет свои средства безвозмездно и без требования гарантий со стороны реципиента.
- 2. Повышение квалификации** для предпринимателей, путем проведения семинаров и тренингов.
- 3. Создание сетевых организаций**, которые выполняют задачу посредников в индустрии венчурного финансирования, обеспечивая связь между разработчиками и венчурными капиталистами.
- 4. Формирование человеческих ресурсов**, подготовленных в дальнейшем для ведения венчурной деятельности, то есть инициативных и самостоятельных предпринимателей, способных управлять риском, связанным с внедрением научных разработок.
- 5. Привлечение ангелов** к финансированию венчурных предприятий на **ранней стадии** путем предоставления **налоговых льгот**.
- 6. Государственное финансирование НИОКР**, принята программа аналог американской SBIR.
- 7. Создание венчурных лабораторий**, аналогов технопарков и инкубаторов.

### **2.1.3. Программа развития индустрии венчурного финансирования в Израиле**

В целях стимулирования развития индустрии венчурного финансирования был проведен масштабный эксперимент с помощью использования бюджетных средств на снижение рисков инвесторов. В 1993 году на бюджетные деньги была учреждена государственная инвестиционная корпорация "Йозма" (в переводе «Инициатива»), которая функционировала как фонд, учреждающий систему дочерних фондов. Ее устав включал следующие положения:

1. Капитал компании составляет **100 миллионов** долларов США
2. Компания создаст совместно со **стратегическими партнерами** (иностранцы и отечественные венчурные капиталисты) **10 дочерних фондов**
3. В каждый фонд будет инвестировано не более **8 млн.** в обмен на **40% долю** в фонде
4. Оставшиеся **60% должны** будут обеспечить **партнеры** фонда
5. **Партнеры** фонда получают право на **выкуп доли "Йозма"** по истечении **5 лет** с момента капитализации фонда
6. **Выкуп** доли "Йозма" в фонде происходит по номиналу + банковский процент **по ставке Libor+1% и 7% от чистой прибыли** фонда
7. **Руководство** программы **"Йозма"** не принимает участие в **оперативном управлении** фондами, но присутствует в правлении дочерних фондов
8. **20 миллионов** долларов США остаются в распоряжении "Йозма" **для самостоятельного инвестирования** <sup>38</sup>

Общее управление программой было возложено на Министерство Промышленности и Торговли Израиля в лице Главного Научного Управления. Для оперативного управления "Йозмой" были назначены профессиональные венчурные финансисты с прежним опытом работы в технологической промышленности, которые подчинялись совету директоров, составленному из представителей государства, и имели полномочия действовать на основании описанного выше устава.

---

<sup>38</sup> Амосов Ю. «Как поднять российский венчур», «Эксперт» № 44 (380) от 14.11.03, стр. 77-81



Реализация программы осуществлялась в два этапа: в 1993 и 1998 году. Роль «Йозма» не ограничивалась предоставлением гарантий и источников финансирования. Компания представляла собой активного инвестора, приносящего добавленную стоимость новому бизнесу путем найма топ-менеджеров, формулирования стратегических целей, привлечения иностранных инвесторов.

Одной из целей программы было создание каналов для потока средств от иностранных инвесторов. Эта задача была успешно решена привлечением опытных венчурных финансистов и предоставлением государственных гарантий. Таким образом через свои каналы компания могла обеспечить венчурным фирмам Израиля выход на мировые рынки капитал.

У «Йозма» есть особенности, которые позволяют говорить о ней, как об образовании, отличном от традиционного венчурного фонда Израиля, прежде всего касательно ее возможностей. Ее специфические возможности связаны с тем, что «Йозма» смогла создать узнаваемый бренд компании, стоявшей у истоков формирования венчурной индустрии Израиля, при чем до ее окончания она являлась абсолютно доминирующим игроком на этом рынке. Наличие формальных и неформальных связей с ведущими научными институтами Израиля позволили стимулировать взаимодействие между частным сектором и научно-исследовательскими лабораториями и институтами. Более того, часть инвестированных компаний напрямую вышла из этих институтов. При содействии «Йозма» была создана национальная сеть из более 20 инкубаторов венчурных компаний.

Целевыми компаниями для «Йозма» являлись:

- компании, разрабатывающие новые технологии
- предприятия с широким ассортиментом продуктов
- компании, чьи цели направлены на выход на мировые рынки.

Обязательным условием инвестирования является национальная принадлежность компании. На первой стадии компании предлагается финансирование в размере от 1 до 6 млн. долл. США<sup>39</sup>. Остальные средства предоставляются в зависимости от результатов первой стадии. «Йозма» активно взаимодействует с инвестируемыми компаниями на протяжении всего процесса инвестирования, а впоследствии оказывает им партнерское сотрудничество.

---

<sup>39</sup> <http://www.yozma.com/success/>

На конкурсной основе компания также инвестирует в предприятия, находящиеся на более зрелых стадиях развития.

Процесс отбора производится по критериям способности занять лидирующие позиции на мировых рынках, способности менеджмента и его предпринимательские способности, а также защищенность технологии (ее сложность для воспроизведения конкурентами).

В 1997 году израильское правительство закрыло проект "Йозма" и продало управляющую компанию ее руководству. Решение о закрытии проекта было принято в связи с тем, что создание венчурной индустрии в Израиле было сочтено несомненно успешным. В связи с этим дальнейшее функционирование проекта было сочтено ненужным, и правительство Израиля покинуло венчурный рынок, сохранив только инкубаторскую программу.

Из 10 фондов, созданных по программе "Йозма", 8 были выкуплены соучредителями. Ряд основателей дочерних фондов также открыли новые фонды, в общей сложности аккумулировавшие свыше 2 млрд. долл. Доля иностранных фондов в израильских технологических инвестициях возросла с 40% до 80% от общих сумм.

Таким образом, согласно официальным отчетам и данным самого фонда «Йозма» временное использование государственных средств Израиля привело к привлечению только в виде прямого каталитического эффекта почти 5 млрд. долл. инвестиций (в 50 раз больше отвлеченной суммы) и косвенно – до 7 млрд. долл. в течение 1993-2000 гг. Число технологических компаний в стране превысило 4000.

Анализируя опыт «Йозма» нужно помнить, что для инвестора в High Tech весьма актуальна проблема асимметрии информации. Особенно, если этот инвестор – государство, а не частный высокомотивированный предприниматель. В мировом опыте есть примеры крупных провалов (или сознательных политически мотивированных растрат бюджетных средств) даже в самых развитых странах - многие миллиарды, потраченные администрациями Клинтона, Блэра, на так называемую «проблему 2000 года» показывают, что любые решения об инвестировании бюджетных средств в эту отрасль сопряжены с весьма высокими рисками оппортунистического поведения. Поэтому возможность использования опыта в частности «Йозма» должно подвергнуться тщательной оценке.

#### Основные выводы:

Программа государственной поддержки инновационной сферы в Израиле включала в себя:

- 1. Выделение 100 миллионов долларов на развитие венчурной индустрии в Израиле, осуществление программы Йозма**
- 2. Создание фонда фондов, из которого будут созданы 10 венчурных фондов, общая капитализация которых составит 100 миллионов долларов**
- 3. Предоставление фондом Йозма 40% вновь создаваемым фондам**
- 4. Привлечение иностранных инвесторов и обеспечение венчурным компаниям выхода на мировые рынки**
- 5. Привлечение мирового опыта посредством создания совместных фондов с участием иностранных венчурных капиталистов с опытом**
- 6. Создание сети из 20 инкубаторов**
- 7. Отработка взаимодействия венчурных фондов и институтов в рамках программы Йозма**

**Сводная таблица, характеризующая программы стимулирования индустрии венчурного финансирования.**

**Таблица 2**

	США	Япония	Израиль	Финляндия
Финансирование НИОКР	Государственное финансирование, программы SBIR/STTR. Грантовое распределение	В основном, за счет крупных корпораций	Йозма не поддерживает	Программа Sitra выделяет гранты на проведение исследований
Поддержка инновационных компаний на стадии Start-up	Государственное финансирование, программы SBIR/STTR Грантовое распределение	Ангелы, стимулирование налоговое вложений на ранних этапах	Не поддерживает	Sitra, финансирование в обмен на долю в акционерном капитале
Поддержка инновационных компаний на стадии Seed	Государственное финансирование, программы SBIR/STTR Грантовое распределение	Ангелы, налоговое стимулирование инвестирования на ранних этапах	Не поддерживает	Sitra preseed, финансирование в обмен на долю в акционерном капиталом
Стимулирование создания фондов	Не поддерживает	Фонд фондов, безвозмездное предоставление до 10 миллионов йен	Программа Йозма, создание 10 венчурных фондов, предоставление 8 миллионов долларов, 40% от вновь создаваемых фондов	Не поддерживает
Особые льготные налоговые условия для венчурного финансирования	Да	Да	Да	Да
Вовлечение институтов в индустрию	Программа SBIR	Создание венчурных лабораторий	Неформальные связи с институтами поддерживаются за счет управляющих Йозма	Программа объединения всех институтов, создание общего информационного пространства
Создание инфраструктуры				
Биржевые площадки	NASDAQ	Нет данных	Помогают выйти на NASDAQ, за период	Внутренняя площадка Программа Liksa

			деятельности 6 IPO	
Коммуникативные площадки	Не входит в программу поддержки	Поддерживают развитие		Программа INTRO предоставляет уникальную коммуникативную площадку для общения инвесторов с предпринимателями
Маркетинговые исследования	Не входит в программу поддержки	Нет данных	Программа Йозма осуществляет маркетинговые исследования	Программа DIILI помогает продвигать продукт на внешних рынках
Подготовка кадров для венчурной индустрии	Не входит в программу поддержки	Специальная программа в институтах	Не входит в программу поддержки	Программа MUKAVA, подготовка кадров с раннего возраста
Создание инкубаторов	Не входит в программу гос поддержки, однако сеть инкубаторов развита, в основном за счет средств институтов	Создаются венчурные лаборатории	Было создано 20 инкубаторов	Seed Consortia отвечает за создание региональных бизнес-инкубаторов

## **2.2. Текущее состояние индустрии венчурного финансирования в США**

Индустрия венчурного финансирования возникла в США в середине 50 годов, именно эта страна накопила наибольший опыт по функционированию индустрии. Во многом развитие рынка США предопределило мировую ситуацию. В связи с этим представляется необходимым рассмотреть основные тенденции и текущую ситуацию наиболее развитой индустрии венчурного финансирования мира.

### **2.2.1. Привлечение средств, сбор новых фондов**

По итогам 1 квартала 2004 года отмечается относительное снижение привлечения средств и сбора новых венчурных фондов. Первый квартал 2004 года закрылся на показателе 2 миллиарда 300 миллионов долларов, которые смогли собрать 32 новых венчурных фонда. В предыдущем квартале (4 квартал 2003 года) было собрано 5 миллиардов 400 миллионов 50 венчурными фондами. Размер фондов значительно уменьшился, что свидетельствует об охлаждении интереса к венчурной индустрии со стороны инвесторов.

**Таблица 3**

Год	Количество созданных фондов	Общий размер привлеченного капитала	Средний размер фондов (в миллионах долларов)
2000	632	105, 289	166, 596
2001	303	37, 722	124, 495
2002	161	9, 196	57, 118
2003	124	11, 128	89, 741
1 квартал 2003	34	1, 116	32, 823
2 квартал 2003	39	2, 626	67,333
3 квартал 2003	31	1,980	63, 870
4 квартал 2003	50	5,405	108,1
2004 первый квартал	32	2, 304	72



Диаграмма 3

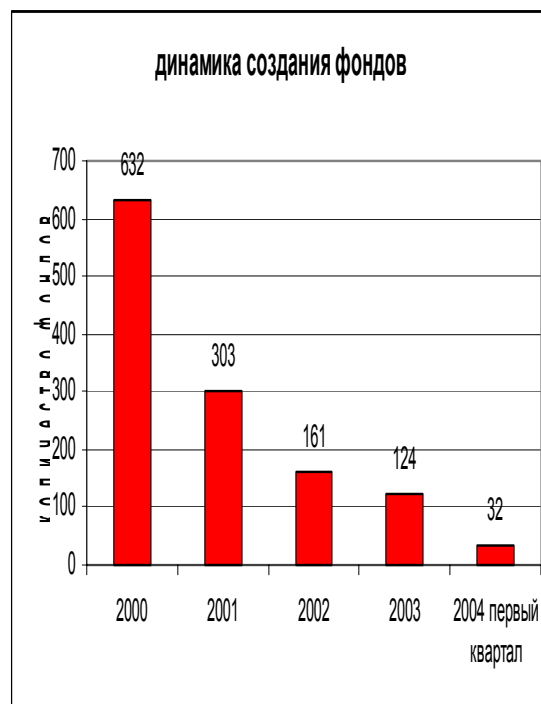


Диаграмма 4

По стадиям не выделяется какая-либо доминирующая. 11 фондов инвестирующих любую стадию собрали 919 миллионов долларов. Фонды раннего финансирования собрали 884 миллиона долларов. Самый крупный фонд раннего финансирования DeNovo Ventures II собрал 250 миллионов, второй по величине фонд раннего финансирования Alta Partners' ACP IV собрал 180 миллионов. Было создано всего 3 фонда финансирования поздних стадий развития, которые смогли привлечь 309 миллионов.

Соотношение вновь созданных фондов (**New Venture Capital Funds**) к уже существующим (**Follow-on Funds**) отражено в таблице.

Таблица 4

Год	Новые фонды	Существующие фонды
2001	200	103
2002	53	108
2003	44	80
2004 1 квартал	7	25

## 2.2.2. Показатели инвестирования средств

В первом квартале 2004 года было вложено 4 миллиарда 600 долларов в 618 компаний. По сравнению с 4 кварталом 2003 года отмечается небольшое снижение - на 12 %. В 4 квартале 2003 года было проинвестировано 720 компаний на сумму 5 миллиардов 200 миллионов долларов. Однако, это не показатель снижения активности индустрии, так как это снижение вызвано сезонным фактором. В 1 квартале 2003 года было вложено 4 миллиарда 200 миллионов долларов.

Данные показатели вызывают оптимизм венчурных экспертов. Вот, как они комментируют ситуацию:

Tracy Lefteroff, global managing partner of the venture capital practice at PricewaterhouseCoopers: повышение активности по сравнению с 1 кварталом 2003 года вызвано общим оптимистичным настроением, связанным с повышением перспектив выхода из компаний, особенно в отрасли Life Sciences, куда входят биотехнологии и медицинское оборудование.

По направлениям инвестирования можно отметить следующее:

Сектор Life Sciences на протяжении 6 кварталов продолжает преобладать над остальными. В этот сектор вложения составили 1,3 миллиарда долларов, то есть 27% от всех инвестиций. Из этой суммы биотехнологии получили 943 миллиона, а медицинское оборудование 325 миллионов, 20 % и 7% соответственно. По итогам квартала была проинвестирована 71 компания биотехнологий и 51 компания медицинского оборудования. Сектор программного обеспечения получил финансирование в размере 956 миллионов на 162 компании. Сектор телекоммуникаций получил 547 миллионов на 65 компаний.

Первый раунд финансирования получили 158 компаний, этот показатель ниже на 16 % аналогичного в 4 квартале 2003 года. Тем не менее, компании получившие финансирование в первый раз занимают 26% от всего количества компаний. В общей совокупности компании получили 886 миллионов долларов, что составляет 19 % от общей суммы инвестиций, что примерно равно аналогичному показателю в 4 квартале 2003 года.

За последние годы пропорция финансирования постепенно перемещается к компаниям, находящимся на более поздних этапах развития. Поздний этап финансирования в первом квартале 2004 года привлек 1,4 миллиарда долларов,



что составляет 30% от всей суммы, данный показатель 2 года назад составлял 22%.

Стадия развития привлекла 2,4 миллиарда долларов в первом квартале 2004 года, то есть 52% от общей суммы, по сравнению с аналогичным показателем двухлетней давности отмечается снижение на 7%, в 2002 году финансирование стадии развития составило 59%.

Среднее время, подходящее между двумя раундами финансирования, увеличилось с 12 месяцев до 16. В свою очередь размер очередного транша снизился с 11,7 миллионов долларов до 10,6 миллионов.

### 2.2.3. Оценка показателей выходов из венчурных компаний

#### Слияния и поглощения

После нескольких лет спада в области слияний и поглощений в 1 квартале 2004 года замечено оживление, по сравнению с 4 кварталом 2003 года рост составил 75%. На протяжении 1 квартала 2004 года 77 компаний с участием венчурного капитала были поглощены. Общая сумма сделок, по которым раскрыта информация, составляет 4 миллиарда 30 миллионов долларов. В 4 квартале 2003 года данный показатель составил всего 2 миллиарда 300 миллионов. Это говорит о значительном усилении ликвидности после 2 лет вялого рынка. В последний раз отрасль M&A превысила отметку 4 миллиарда в 1 квартале 2001 года, достигнув 8 миллиардов 550 миллионов.

#### Venture-Backed M&A Activity – Recent Quarters

Таблица 5

Распределение по годам и кварталам	Количество зарегистрированных сделок	Общий размер сделок, по которым раскрыта информация	Количество сделок, с раскрытой информацией	Средний размер сделки
2001-1 –лучшие показатели	75	8554,4	38	225,1
2003-1	68	1454,3	21	69,2
2003-2	74	1841,9	27	68,2
2003-3	77	2127,7	41	51,9
2003-4	71	2303,2	34	67,7
2004-1	77	4030,6	45	89,6

## Venture-Backed M&A by Industry, Q1 2004

Таблица 6

Отрасль	Количество зарегистрированных сделок	Общий размер сделок, по которым раскрыта информация	Количество сделок, с раскрытой информацией	Средний размер сделки
Программное обеспечение	23	1351,2	14	96,5
Компьютеры и периферия	6	524,4	4	131,1
Медицинское оборудование	7	517	6	86
Развлечения и Медиа	8	459	5	91,8
Полупроводники	5	349,4	4	87,4
ИТ услуги	7	292,8	4	73,2
Биотехнологии	5	280,5	3	93,5
Здравоохранение	1	96,6	1	96,6
Телекоммуникации	5	85	1	85
Электроника	2	60	2	30
Бизнес продукты и услуги	3	14,6	1	14,6
Финансовые услуги	1	Нет данных	Нет данных	Нет данных
Дистрибуция	1	Нет данных	Нет данных	Нет данных
<b>Итого</b>	<b>77</b>	<b>4030,6</b>	<b>45</b>	<b>89,6</b>

### Обзор выходов венчурных компаний на фондовый рынок

13 компаний с участием венчурного капитала привлекли 2,72 миллиарда долларов посредством публичной продажи акций на фондовом рынке в первом квартале 2004 года. Этот показатель превышает вдвое аналогичный за 4 квартал 2003 года, в котором компаниям удалось привлечь только 1,05 миллиарда. Основную часть из этих 2,72 миллиардов привлекла корейская фирма Semiconductor Manufacturing International Corp., которой удалось разместить акции на 1,8 миллиардов долларов. В состав группы инвесторов Semiconductor Manufacturing International Corp. входили Walden International, New Enterprise

Associates, Doll Capital Management, Oak Investment Partners и Shanghai Industrial Holdings.

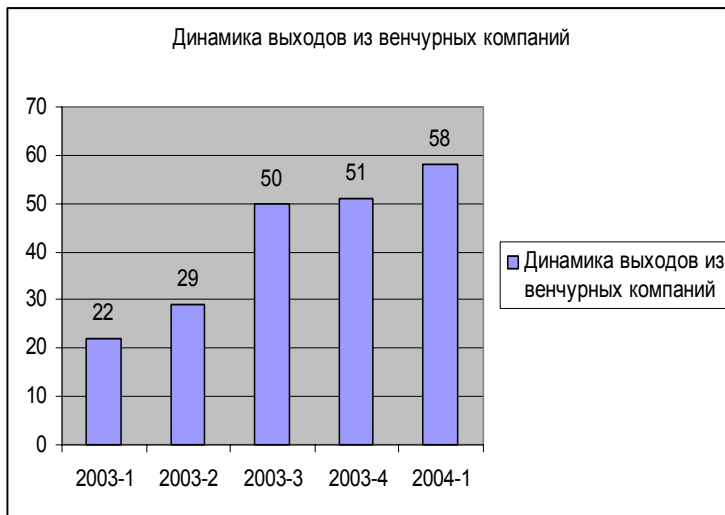
Следующие по размеру привлеченных средств стали:

- EyeTech Pharmaceuticals, Inc., собравшие 136.5 миллионов (состав венчурных фондов: J.P. Morgan Partners, BB Biotech AG, Schroder Ventures Life Sciences, Pfizer, MPM Capital, and Merrill Lynch).
- Atheros Communications, Inc., которые привлекли 126.0 миллионов долларов (венчурные фонды: Foundation Capital, August Capital Management, New Enterprise Associates, and Fidelity Investments).
- Symbion, Inc. сумма составляет 108 миллионов долларов (Pacific Venture Group, ABS Capital Partners, Richland Ventures, South Atlantic Private Equity Fund, and J.H. Whitney)

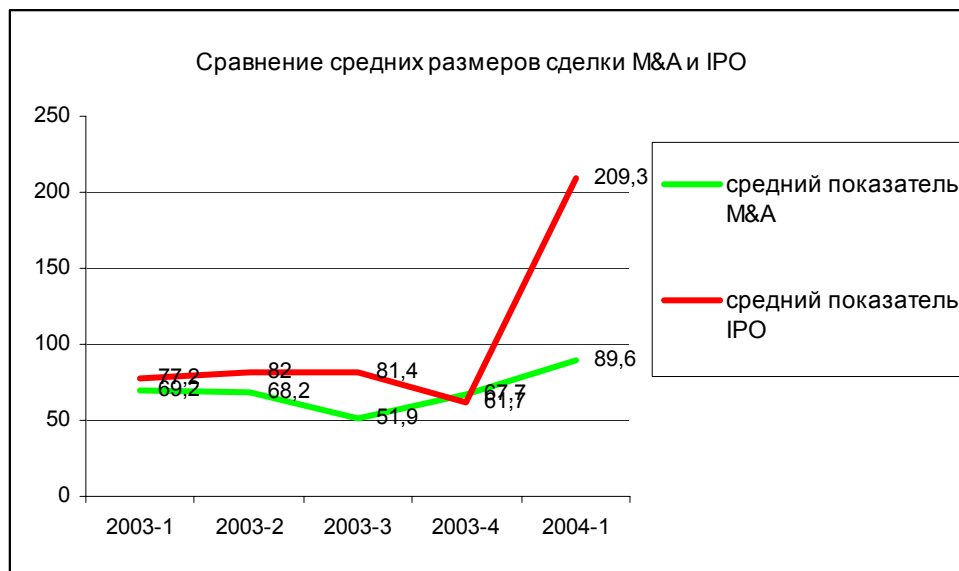
Сводная таблица показателей активности рынка M&A и IPO

Распределение по годам и кварталам	Количество IPO	Количество IPO компаний с участием венчурного капитала	Количество M&A компаний с участием венчурного капитала	Сумма привлеченная при IPO	Сумма привлеченная при M&A	Средний размер сделки M&A	Средний размер сделки IPO
2002-1	14	4	38	376,3	8554,4	225,1	94,1
2002-2	34	15	-	1836,1	-	-	122,4
2002-3	7	1	-	30	-	-	30
2002-4	26	4	-	231,2	-	-	57,8
2003-1	3	1	21	72,2	1454,3	69,2	77,2
2003-2	5	2	27	164	1841,9	68,2	82
2003-3	19	9	41	732	2127,7	51,9	81,4
2003-4	48	17	34	1048,7	2303,2	67,7	61,7
2004-1	38	13	45	2721,1	4030,6	89,6	209,3

**Динамика количества выходов**



### Сравнение средних значений сделок M&A и IPO



Примечание: источник информации [www.nvca.org](http://www.nvca.org) Industry Stats & News

#### Основные выводы:

1. Пережив тяжелый спад, связанный с Интернет-технологиями, **индустрия** венчурного финансирования уверенно **растет**, об этом говорят рост таких показателей как:

- Средняя сумма сделки при выходе из компании
- Средний размер создаваемых фондов
- Количество выходов за период
- Средний размер сделки при IPO

2. В будущем возникнут **проблемы**, связанные с **отсутствием молодых компаний**, так как структура вложений меняется в пользу финансирования более поздних этапов развития.
3. Резкий рост рынка IPO характеризует **повышение оценок** широких слоев инвесторов высокотехнологичных компаний. Предстоящие размещения пройдут легче, что в свою очередь повысит доходности венчурных фондов при выходе из компаний.
4. В связи с повышением доходности **ожидается рост привлеченных средств**.

## **Глава 3. Проблемы и перспективы формирования индустрии венчурного финансирования в России**

### ***3.1 Проблемы, препятствующие развитию индустрии венчурного финансирования в России***

В нашей стране постепенно формируется политический и предпринимательский климат, благоприятный для венчурного и прямого инвестирования. Венчурное финансирование демонстрирует инновационный подход в российской инвестиционной сфере и, несмотря на сегодняшний малый объем, играет важную роль для развития перспективных секторов "новой экономики". Ряд шагов, предпринятых сообществом венчурной индустрии и государственными структурами различных уровней, способствует развитию малого и среднего бизнеса (в частности, в сфере high - tech), что, в свою очередь, может придать импульс развитию российской экономики в целом.

Однако становление национальной венчурной индустрии идет не столь быстро, как хотелось бы. Формирование российских венчурных фондов с участием национального капитала находится в зачаточном состоянии, хотя в этой работе готовы участвовать и отечественные пенсионные фонды, и страховые компании и банки. Одной из проблем, которая не позволяет отечественным пенсионным фондам, страховым компаниям и банкам эффективно использовать свои средства в данном секторе российской экономики, является отсутствие соответствующей законодательной базы.

#### **Нормативная база индустрии венчурного финансирования**

Ни в одной развитой стране (за исключением Венгрии и Индии) нет специальных законов, регулирующих венчурную деятельность. Нет таких законов и у нас, и по ряду мнений для развития в России венчурного финансирования не нужен отдельный закон, надо лишь доработать старые, проведя при этом либерализацию российского делового, налогового и таможенного законодательства в целом.

Признается, что специфическое российское законодательство, регулирующее венчурный бизнес, слабее, чем, например, в Израиле, Финляндии или США. Но, тем не менее, оно достаточно для прямых инвестиций. А все

поправки, которые могут потребоваться, можно внести в уже действующие документы: Налоговый кодекс, Федеральный закон "Об акционерных обществах".

Необходимо отметить, что попытки разработки законопроекта, регулирующего венчурную деятельность, предпринимались, но, поскольку законопроектом предполагалось введение лицензирования этого вида деятельности, а также создание других регулирующих механизмов, не нашли поддержки в Госдуме, так как предлагаемые нормы стали бы дополнительной преградой для венчурных инвестиций. Законопроект рассчитан на то, что отрасль венчурного финансирования находится уже на зрелом этапе своего развития. Сравнивая ее с банковским сектором или страховым, где подразумевается такой же уровень контроля, можно сделать вывод, что в настоящий момент приоритеты расставлены в пользу регулирования отрасли, а не в пользу ее формирования. Создавать дополнительные препятствия на пути формирования отрасли является неоправданным. Приводя мировой опыт, можно сказать, что ни в одной законодательной системе стран с развитыми рыночными экономиками не существует отдельного "Закона о венчурной деятельности"<sup>40</sup>.

В большинстве развитых стран Запада законодательные акты, так или иначе касающиеся формы и способов венчурного финансирования, принимаются с целью стимулирования данного вида деятельности через предоставление разного рода налоговых льгот, отсрочек и послаблений инвесторам и инвестируемым компаниям, занятым преимущественно в сфере высоких технологий. В том случае, когда та или иная национальная система налогообложения венчурных институтов является прозрачной и стимулирующей, эти институты регистрируются в качестве резидентов.

Можно также предположить, что если какой-то акт, регламентирующий деятельность венчурных фондов со стороны государства (что-нибудь типа регистрации, лицензирования, отчетности и т.п.) все же будет принят, то вероятнее всего бизнес-сообщество попросту будет его игнорировать и создавать структуры, более комфортные для осуществления такой деятельности, но вне пределов государственного регулирования.

---

<sup>40</sup> [http://www.3i.ru/problems.asp?ob\\_no=673&cat\\_ob\\_no=](http://www.3i.ru/problems.asp?ob_no=673&cat_ob_no=)

Активность рискованного капитала может возрасти только тогда, когда инвесторы выделяют больше капитала и когда становятся доступными источники долговременного финансирования. И поэтому важно, чтобы кроме банков, которые во многих странах являются главным источником венчурного капитала и имеют краткосрочные инвестиционные горизонты, все основания рассматривать венчурный капитал как законный вид активов имели и такие категории долгосрочных инвесторов как пенсионные фонды и страховые компании. Однако российская нормативно-правовая база в настоящее время практически исключает их из венчурной деятельности<sup>41</sup>.

Рекомендованной формой создания венчурных фондов является товарищество на вере. Данную форму рекомендовал ВИФ, и, соответственно, вложения во вновь создаваемые фонды он будет осуществлять только при создании их в форме товариществ на вере. По российскому законодательству товарищество на вере – является юридическим лицом и поэтому полноценным налогоплательщиком.

По действующему законодательству оно является налогоплательщиком НДС и налога на прибыль. Также обязательное ведение бухгалтерского учета – значительно усложняет работу создаваемых фондов. А уплата налогов товариществом приводит к двойному налогообложению, что снижает эффективность работы фонда и, соответственно, заинтересованность инвесторов во вложениях. Прежде всего, речь идет об иностранных инвесторах, для которых такая схема является незнакомой и отпугивающей. Венчурные капиталисты привыкли к определенным схемам, гарантиям и благоприятному налоговому режиму.

Можно пытаться создавать финансово эффективный венчурный фонд в рамках действующего гражданского и налогового законодательства в форме простого товарищества. Однако, такая структура возлагает слишком большую ответственность и риски на управляющую компанию.

---

41 [http://www.3i.ru/problems.asp?ob\\_no=673&cat\\_ob\\_no=](http://www.3i.ru/problems.asp?ob_no=673&cat_ob_no=)



В российском законодательстве также отсутствует понятие, подобное американской концепции *accredited investor*, то есть лица обладающего достаточным опытом и состоянием, чтобы приобретать нерегулируемые высокорисковые ценные бумаги. В США венчурные фонды размещаются именно среди таких инвесторов, благодаря чему они освобождаются от госрегулирования, направленного на защиту прав инвесторов; все бремя по оценке качества инвестиционного предложения ложится на самих партнеров<sup>42</sup>.

В связи с этим многие венчурные фонды для эффективной работы в России создаются в оффшорных зонах. Более подробный анализ возможных организационно-правовых форм создания венчурных фондов рассмотрен в приложении 3.

Среди необходимых государственных инициатив в области венчурной деятельности необходимы те, которые должны обеспечить прозрачность в отношении налогообложения доходов и прироста капитала с целью избежания двойного налогообложения. А также создать финансовые стимулы для инвесторов, вкладывающих средства в некотируемые на фондовой бирже предприятия, в форме налоговых льгот и государственных гарантий под кредиты и инвестиции для малых предприятий, основанных на прогрессивных технологиях.

Вероятно, часть проблем в налогообложении венчурных фондов возможно решить с помощью подзаконных актов, например, в одном из постановлений ФКЦБ (№ 31/пс от 14 августа 2002 г.) проблема двойного налогообложения инвестиционных фондов коллективных инвестиций устранена. Более того, это постановление предусматривает создание венчурных фондов в форме закрытых паевых инвестиционных фондов.

Несмотря на присутствие в стране фондов венчурного капитала, количество сделок по финансированию компаний высоких технологий пока крайне мало, основная часть сделок венчурных фондов приходится на обычный бизнес с хорошей отдачей. В заслугу фондам с западным капиталом здесь можно поставить то, что они первыми принесли в Россию новый инструмент финансирования экономики - не бюджетный и не банковский.

---

<sup>42</sup> Амосов Ю. «Как поднять российский венчур», «Эксперт» № 44 (350) от 25.11.02, стр. 64-68

Связано это с тем, что инвестиции в российские венчурные компании в настоящий момент достаточно рискованные. Если воспользоваться известной в управлении финансами дилеммой выбора наиболее приемлемого инвестиционного проекта, следует признать, что сегодня инвестиции в традиционные отрасли более привлекательны с точки зрения сроков и величины отдачи на вложенный капитал.

Еще одна причина того, что венчурные инвестиции не часто являются высокотехнологическими, а как правило оказываются просто частным случаем обычных прямых инвестиций, преимущественно в высокорисковые проекты, - кадровая. В России почти нет людей с опытом коммерциализации изобретений на мировом рынке. Есть первоклассные ученые и уже есть инвесторы. Но и те, и другие мало понимают друг друга. Нет людей, которые обладали бы как знанием технологии и видением в отношении того, как она будет развиваться, так и финансовыми и коммерческими знаниями и опытом, достаточными для построения соответствующей структуры сделки, предлагаемой венчурному капиталисту<sup>43</sup>.

Кроме того, в большинстве проектов, предлагаемых сегодня венчурным инвесторам, непонятна перспектива выхода. Выход должен быть четко ориентирован на международный рынок. А если инвестор не уверен, что технология, которая ему предлагается, в будущем может быть продана зарубежному стратегическому игроку, он не будет рисковать.

Важно также отметить и то, что привлекательность сырьевого сектора России для инвесторов является тормозом для притока инвестиций в более технологичные сектора.

Для любой инновационной экономики необходим обмен не только научными разработками, но и опытно-конструкторскими образцами. В связи с этим на первый план выходит регулирование условий ввоза-вывоза технологичной продукции. Речь идет не о достижениях науки, ставшими продуктами массового спроса, такие как компьютеры, а о научном оборудовании. Проблема заключается в нехватке квалифицированных кадров среди государственных администраторов,

---

<sup>43</sup> [http://www.3i.ru/problems.asp?ob\\_no=673&cat\\_ob\\_no=](http://www.3i.ru/problems.asp?ob_no=673&cat_ob_no=)

прежде всего в таможенных. Без создания прозрачных границ для перемещения технологий развитие индустрии венчурного финансирования в России будет существенно ограничено.

Для России принципиально важно создать условия, при которых институты будут включены в коммерческую жизнь непосредственно благодаря своим научным разработкам, а не сдаче в аренду части помещений. А для этого нужно придать им другой правовой статус. Необходимо разрешить им заниматься научными исследованиями и результаты научных исследований либо самим внедрять в экономику, либо продавать. То есть работать по подряду и осуществлять НИ работы. Тогда вопрос с финансированием науки будет решаться отчасти за счет доходов от исследовательской деятельности. В целях упрощения коммерциализации разработок необходимо создать при институтах технопарки. В них и будут проходить процессы внедрения разработок.

Также технопарки необходимо создать при агентствах по трансферу технологий. В целом, создание технопарков и обеспечение их необходимыми финансовыми ресурсами приведет к появлению множества компаний на стадии seed и start up. А это, в свою очередь даст необходимый материал для самой венчурной индустрии.

Финансирование технопарков первоначально, наиболее вероятно, будет осуществляться за счет государства. Позднее эти инвестиции должны окупиться, в стенах технопарков вырастут многие высокотехнологичные компании, которые компенсируют вложенные бюджетные средства в виде налогов.

После формирования благоприятных для развития индустрии венчурного финансирования условий в России и развития необходимой инфраструктуры, для инициирования процесса резкого роста привлечения иностранных капиталовложений и роста самой индустрии необходимо создать всего одну успешную историю, компанию супер-звезду, которая завоеует мировые рынки своим продуктом. Выйдя на мировые рынки с инновационным продуктом российская венчурная индустрия наглядно покажет потенциал российской науки и вложений в венчурный бизнес.

Но сама по себе супер-звезда может и не получиться в сжатые сроки, поэтому для ускорения процесса инновационному сообществу России необходимо

создать success storie искусственно. Объединить усилия по экспертизе проектов, собрать средства на общий портфель, подключить медиаресурсы, договориться с властью о моральной поддержке. Риски для каждого отдельного участника будут ниже обычных (они разделены между всеми) От успешной реализации проекта с искусственной звездой зависит успешное развитие инновационного рынка.

Несмотря на свой искусственный характер происхождения, история успеха сможет привлечь к себе внимание мирового сообщества венчурного капитала и подтолкнет российские крупные холдинги к венчурному инвестированию. В результате совместных усилий создание искусственной звезды послужит катализатором роста всей отрасли.

### **3.2. Анализ деятельности венчурных фондов в России**

В настоящее время декларируют свое присутствие в России более 40 венчурных фондов с суммарными активами не менее 4,3 млрд. долларов. На территории России размещены представительства около 30 управляющих компаний венчурных фондов.

Все действующие зарубежные фонды можно условно разделить на три группы:

- фонды, капитал которых полностью или частично сформирован Европейским банком реконструкции и развития (фонды ЕБРР) с участием других международных финансовых организаций;
- активно действующие в России фонды, в создании и деятельности которых, наряду с корпоративными и частными инвесторами, в той или иной форме участвует государство ("активные" фонды);
- фонды, заявившие о своей заинтересованности в присутствии на российском рынке, однако еще не проявившие значительной деловой активности ("пассивные" фонды).

Деление на активные и пассивные фонды носит условный характер. К активным причислены все фонды уже совершившие хотя бы одну сделку. Соответственно, к пассивным отнесены фонды, находящиеся на этапе search и screening. В связи с тем, что венчурное инвестирование имеет скрытый характер, оценить стадию поиска и активности пассивных фондов представляется затруднительным.

## Фонды ЕБРР

В России в настоящее время действуют 10 региональных венчурных фондов, капитал которых образован за счет средств Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), вложившего 308 млн. долл. Расходы на содержание и обеспечение деятельности фондов покрываются из средств технической поддержки (порядка 200 млн. долл.), безвозмездно выделяемых правительствами стран "Большой семерки".

Фонды были сформированы в 1993-1994 годах в рамках программы поддержки частных и приватизированных предприятий преимущественного среднего бизнеса (до 5 тыс. работающих) в регионах России.

С начала реализации программы по 16.04.99 всеми фондами было осуществлено инвестирование 46 российских компаний на общую сумму 90,6 млн. долл., что составляет 29,4% от общего капитала фондов<sup>44</sup>.

Отраслевые предпочтения в явном виде не выражены: проинвестированные компании специализируются в 32 видах деятельности, в т.ч. переработка древесины, полиграфия – по 4 компании; производство молочных продуктов, оптовая торговля – по 3 компании; переработка мяса, производство стройматериалов, автотранспорт, производство пластика в гранулах, пошив одежды – по 2 компании.

Средний размер инвестиции – около 2 млн. долл., интервал значений – от 0,5 млн. долл. до 4,5 млн. долл. Существует практика совместного финансирования несколькими фондами одной компании. При этом суммарные инвестиции в одну компанию превышают 8 млн. долл.

Не осуществил ни одной инвестиции в своем регионе венчурный фонд Центральной России, однако он инвестировал в две компании, находящиеся в Петербурге, и одну нижегородскую компании. Управляющая компания Quadriga Capital Russia, управляющая также Санкт-Петербургским региональным фондом, в большей степени заинтересована в развертывании деятельности в Питере, используя для этого объединенные средства обоих фондов.

Можно отметить тяготение зарубежного венчурного капитала к промышленно развитому Северо-Западу России. Суммарный капитал венчурных

---

44 [http://www.rvca.ru/web/rvca/public/p\\_vc\\_12\\_08\\_2002\\_3.html](http://www.rvca.ru/web/rvca/public/p_vc_12_08_2002_3.html)

фондов Санкт-Петербурга, Северо-Запада и Запада, Центральной России составляет 120 млн. долл., или 40% капитала всех региональных фондов ЕБРР. При этом доля уже инвестированных в предприятия города средств у Санкт-Петербургского фонда составляет 48,7%. Это является наиболее высоким показателем для группы фондов ЕБРР. Таким образом, ярко выражена как концентрация средств в регионе, так и высокая активность в их размещении.

Все региональные фонды характеризуются тем, что единственным их акционером является ЕБРР, поэтому на деятельность управляющих компаний этих фондов, оказывает влияние определенная политическая задача: содействие становлению рыночной экономики в России. Исходя из этого очевидно, что не так уж важен количественный результат деятельности в виде высокой прибыли, а более важно избежать отрицательного эффекта, который неизбежно возникнет при неудачах в реализации проектов. Отсюда единственно возможной стратегией является минимизация рисков, которая достигается внимательным и неторопливым выбором пусть низкодоходных, но достаточно надежных проектов. Срок существования фондов - 10 лет, что обеспечивает временной лаг как для беспроигрышного выбора и реализации проектов, так и для достижения определенной стабильности в политической и экономической ситуации в стране. Кроме того, для снижения риска средства вкладываются только совместно со стратегическим зарубежным партнером либо российскими федеральными или региональными структурами. Также примечательны и предпочтения по стадиям инвестирования – "расширение" и более поздние стадии. Это предполагает инвестиции в стабильно действующие предприятия со сложившейся командой и достаточной историей, что в значительной степени снижает риск неудачи.

Помимо региональных фондов, ЕБРР полностью сформировал капитал двух венчурных фондов долевого участия в малых предприятиях, учрежденных в январе 1995 года в Н.Новгороде (5 млн. долл.) и в июне 1995 года в С.-Петербурге (10 млн. долл.). Фонды направлены на поддержку малого бизнеса и развиваются достаточно динамично: в портфеле нижегородского фонда 14 компаний с общим объемом инвестиций 2,35 млн. долл. (47% размера фонда), у петербуржцев – 10 компаний с объемом инвестиций 3,79 млн. долл. (38%), из которых 1,6 млн. долл. – повторные инвестиции в 6 компаний. Так как отраслевыми предпочтениями фондов является производство товаров и услуг, обладающих явными конкурентными преимуществами, среди предприятий-реципиентов преобладают

производители продуктов питания, тары и упаковки, стройматериалов, одежды, изделий из древесины. Однако есть и высокотехнологичные предприятия по изготовлению алюминиевых и титановых деталей для автомобилей и велосипедов (Н. Новгород), специального сварочного оборудования (С.-Петербург)<sup>45</sup>.

Особо следует сказать о Российском технологическом фонде, капитал которого также сформирован ЕБРР с участием Международной финансовой корпорацией (МФК) из группы Мирового банка. Указанный фонд с капиталом 10 млн. долл. интересен своей ориентацией на осуществление венчурных инвестиций в предприятия, разрабатывающие и внедряющие инновационные технологии для внутреннего рынка. Хотя фонд не определяет региональных предпочтений, его деятельность в настоящее время ограничена С.-Петербургом, там же расположено и представительство фонда. За время существования фонд осуществил инвестиции в 4 портфельные компании общим объемом более 2 млн. долл. (около 25% капитала).

Помимо описанных выше, ЕБРР принимал доленое участие в формировании еще ряда фондов, обычно совместно с МФК. В тех фондах, где ЕБРР и МФК не являются акционерами, имеющими контрольный пакет, влияние политических факторов не становится определяющим при выборе стратегии деятельности управляющих компаний. Стратегия определяется менеджерами компаний и отражает их профессиональные предпочтения и оценку ими состояния рынка и бизнеса в России. Суммарный капитал этих фондов составляет порядка 530 млн. долл. При этом надо отметить, что только 2 фонда из этой подгруппы ограничивают свою деятельность Россией, все остальные действуют в СНГ либо странах Восточной Европы, включая Россию. По имеющимся данным, 4 фонда этой подгруппы осуществили инвестиции в 82 компании на общую сумму порядка 270 млн. долл., при этом в России – не менее 200 млн. долл. в 69 компаний. Судя даже по этим неполным цифрам, можно сделать вывод о высокой активности профессиональных управляющих компаний, обусловленной в первую очередь хорошими перспективами для венчурных капиталистов на развивающемся рынке России.

---

45 [http://www.rvca.ru/web/vca/public/p\\_vc\\_12\\_08\\_2002\\_3.html](http://www.rvca.ru/web/vca/public/p_vc_12_08_2002_3.html)

Общим для фондов этой подгруппы является ориентация на предприятия среднего бизнеса, что подтверждается минимальным размером инвестиций от 1 млн. долл.

### **"Активные" фонды**

К этой группе можно отнести 6 фондов с суммарным капиталом порядка 1,26 млрд. долл., осуществивших до настоящего времени прямые инвестиции общим объемом не менее 430 млн. долл. в несколько десятков российских компаний. Состав группы весьма представительен: два фонда – TUSRIF (The United States – Russia Investment Fund) и Defence Enterprise Fund – образованы из средств Правительства и Департамента обороны США соответственно; деятельность Investment Fund for Central and Eastern Europe (Дания) поддерживается государством, состав совета директоров фонда утверждается Министром иностранных дел Дании; акционерный капитал Agribusiness Partners International гарантирован правительственным агентством США по сельскому хозяйству и Заокеанской корпорацией частных инвестиций (OPIC). Соответственно, эти фонды при осуществлении деятельности в значительной степени руководствуются правительственными стратегиями своих стран (США и Дании). Если американские фонды действуют в рамках межправительственных соглашений, основной задачей которых является поддержка рыночных реформ в России, то управление датского фонда направлено на достижение целей протекционизма и увеличения экспорта в страны Центральной и Восточной Европы в 90-е годы. Многие датские предприятия включили инвестиции в стратегию проникновения на рынки, защищенные тарифными барьерами.

Капиталы фондов AIG-Brunswick и Russia Partners сформированы финансовыми учреждениями, инвестиционными организациями, пенсионными фондами, частными лицами и компаниями США. В связи с этим эти фонды более свободны от необходимости учитывать в своей деятельности политические соображения. Солидность фондов и надежность вложения в них капиталов обеспечивается гарантиями OPIC, защищающими акционеров от возможной потери капиталов. Однако наличие этих гарантий налагает определенные ограничения на осуществляемые фондами операции. Наряду с общепризнанными ограничениями, связанными с недопущением вреда окружающей среде, здоровью, благосостоянию и правам человека, существует запрещение инвестиций в проекты, наносящие ущерб торговле, коммерческим связям и



занятости населения США (например, экспорт российских технологий подпадает под ограничения ОРИС).

Таким образом, деятельность фондов этой группы учитывает национальные интересы сформировавших их капиталов, что, не уменьшает ее значения для поддержки экономики России и продвижения на российский рынок технологий венчурного бизнеса.

Из этой группы только TUSRIF ограничивает Россией зону своей деятельности. Для остальных фондов регионом интересов является СНГ (конечно, в значительной степени инвестиции концентрируются в России), страны Балтии, Центральной и Восточной Европы.

Отраслевые предпочтения фондов этой группы во многом совпадают с фондами ЕБРР: сельское хозяйство и пищевая промышленность, потребительские товары и услуги, телекоммуникации, строительство, фармацевтика и т.д. Отдельно в этой группе стоит Defence Enterprise Fund (Фонд оборонных предприятий), основная задача которого – оказание помощи новым независимым государствам (NIS) – России, Украине, Казахстану и Белоруссии – в проведении приватизации оборонных предприятий и конверсии военных технологий и производственных мощностей. Фактически фонд осуществляет соинвестирование совместных конверсионных проектов российских оборонных предприятий с обязательным участием зарубежных партнеров соответствующего профиля. Предприятия Москвы и московского региона составляют 75% от числа российских портфельных компаний фонда, инвестиции в них составили 83% от общего объема инвестиций в Россию<sup>46</sup>.

Этот факт является подтверждением, во-первых, высокого научно-технического потенциала региона и, во-вторых, влияния местоположения представительства венчурного фонда на выбор предприятий-реципиентов.

В целом активность этой группы фондов в части прямых инвестиций значительно выше, чем фондов ЕБРР. По имеющимся данным (нет данных по AIG-Brunswick) объем размещенных в России средств уже значительно превышает 50% от общего объема предполагаемых инвестиций в российскую экономику. При этом фонд Russia Partners полностью инвестировал свои

---

46 [http://www.rvca.ru/web/vca/public/p\\_vc\\_12\\_08\\_2002\\_3.html](http://www.rvca.ru/web/vca/public/p_vc_12_08_2002_3.html)

средства. Фонды этой группы осуществляют инвестиции в средние и крупные предприятия, минимальный размер инвестиций составляет 3 – 5 млн. долл.

### **Частные фонды.**

В эту группу включаются около 20 фондов, суммарный заявленный капитал которых составляет не менее 2, 2 млрд. дол. Сложность в описании деятельности данных фондов состоит в закрытом характере информации об их деятельности.

Состав этой группы фондов весьма разнообразен как по размерам капитала, так и по страновой принадлежности. Региональные интересы этих фондов редко ограничиваются только Россией, обычно это европейские страны, в том числе СНГ. Большинство этих фондов активно действуют в странах Восточной и Центральной Европы, Черноморского бассейна.

Отличительной особенностью этих фондов является полная независимость в принятии решений по инвестициям. В основном их капиталы сформированы негосударственными корпоративными и частными инвесторами. Основное условие - удовлетворение интересов партнеров, в первую очередь обеспечение высокой доходности на вложенный капитал. Поэтому совершенно очевидны причины неопределенности их позиции по вопросу деятельности в России: высокие риски, связанные с нестабильностью политической и экономической ситуации в стране; неразвитость рынка ценных бумаг: таможенные тарифы и ограничения и т.д. Однако, несомненно, фонды этой группы даже в послекризисный период сохраняют серьезную заинтересованность в расширении своего присутствия на перспективном российском рынке, разрабатывают оптимальные стратегии своей инвестиционной деятельности.

В 2003 году был собран чисто венчурный фонд - Mint Capital. Mint, созданный уже на излете интернет-бума двумя бывшими сотрудниками фондов прямых инвестиций AIG Brunswick и Delta, собрал фонд в 20 млн долларов. Известны инвестиции Mint в шесть компаний, из которых четыре (ParallelGraphics, jNetx и Abbyu, а также в бозе почившая "RBC/Пентаком") подпадают под дефиницию технологических, еще одна (телекомпания "Студия 2В") проходит по категории медийных активов. Собранный в 2001 году фонд сейчас почти инвестирован (не считая резервов на доинвестирование), в настоящее время Mint изучает возможность создать еще один фонд<sup>47</sup>.

---

47 Амосов Ю. «Неустойчивая динамика», «Эксперт» 23-06-03

В 2003 году объявил о своем присутствии фонд Intel Capital. Размер фонда составляет миллионов долларов.

### **"Пассивные" фонды**

К этой группе (как уже говорилось, весьма условно) можно отнести 16 фондов, суммарный капитал которых составляет не менее 2,2 млрд. долл. Несмотря на декларированный интерес к деятельности в России, отсутствуют достоверные сведения о масштабных инвестициях, осуществляемых этими фондами в российскую экономику.

Состав этой группы фондов весьма разнообразен как по размерам капитала, так и по страновой принадлежности. Здесь присутствуют американские гиганты типа Morgan Stanley Dean Witter, NCH Advisors с капиталами 300 – 700 млн. долл. и небольшой британский фонд Red Tiger с 15 млн. долл. капитала, финский FINNFUND и греческий Commercial Capital. Региональные интересы этих фондов редко ограничиваются только Россией, обычно это СНГ либо еще шире - европейские страны, в т.ч. СНГ. При этом известно, что большинство этих фондов активно действуют в странах Восточной и Центральной Европы, Черноморского бассейна. Отраслевые предпочтения характерны для фондов, действующих на развивающихся рынках: телекоммуникации, потребительские товары и услуги, фармацевтика и медицина, продовольственные товары, природные ресурсы. Ряд фондов проявляет интерес к российским технологиям: Morgan Stanley Global Emerging Markets, Cruises Capital Management Fund, Commercial Capital, NIS Transformation Fund.

Недостаточность информации не позволяет дать исчерпывающую и полностью объективную характеристику деятельности фондов этой группы в России; вероятно, не все участники этого бизнеса попали в поле нашего зрения. Работа в этом направлении продолжается, и по мере накопления информации и ее анализа достоверность и точность оценок будет постоянно повышаться.

### **Российские венчурные фонды**

По информации Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования (РАВИ), доля российских венчурных фондов в общем объеме венчурных инвестиций в России составляет около 1%.

Основной причиной слабости государственной поддержки, несомненно, является недостаток бюджетных средств. Тем не менее, именно профессионалы - руководители государственных структур поддержки инноваций в последние годы активно способствуют реальному внедрению венчурных механизмов. В частности, Правительством РФ в июле 1997 г. было принято решение о создании Российского венчурного фонда (РВФ). Министерство науки и технологий при поддержке Минфина и Минэкономики России в конце 1997 г. организовало и провело конкурс на отечественную управляющую компанию этого фонда. В конкурсе победила. Объединенная компания высокорискового инновационного финансирования ("ОК ВИНФИН").

Успешно сложилась судьба Самарского венчурного фонда (Самвен-Фонд), учредителями которого являются администрации Самарской области и государственный Фонд содействия развитию малых предприятий в научно-технической сфере (ФНТС). Самвен-Фонд имеет ярко выраженную региональную направленность.

В 2000 году создан и начал свою работу российский фонд фондов – Венчурный инвестиционный фонд (ВИФ) с капиталом 10 миллионов долларов. По правилам ВИФа, венчурный фонд может получить из него 10% капитала в сумме 1 миллионов: таким образом планируется создать 10 фондов по 10 млн каждый.

По результатам на 2003 год прошло два конкурса: первый выиграла управляющая компания "Академ-партнер", второй - инвестиционная компания "Лидинг". Основным инвестором в первой выступает немецкий технологический брокер ERBC Holdings, во второй компания "Техснабэкспорт".

Однако, за два с лишним года ни один из этих фондов не заработал, не создаются и новые. Наблюдатели и эксперты российского венчурного рынка объясняют эту ситуацию примерно так: в случае заинтересованности государства в развитии индустрии венчурного финансирования, оно должно брать на себя большие риски, обеспечивать хотя бы четверть всего капитала создаваемых фондов.

В 2003 году создан фонд "Русские технологии", принадлежащий группе "Альфа", капитал фонда составляет 20 миллионов долларов. По итогам работы ни одной сделки осуществлено не было.

Другие корпоративные проекты приостанавливаются, по данным журнала «Эксперт» процесс создания венчурных подразделений почти остановился в "НИКойле" и Росбанке (откуда ушли видные менеджеры), а "Базовый элемент", ранее наращивавший активность в этом направлении, закрыл венчурное подразделение и принял принципиальное решение не заниматься технологиями.

Соответственно, можно сделать следующий вывод:

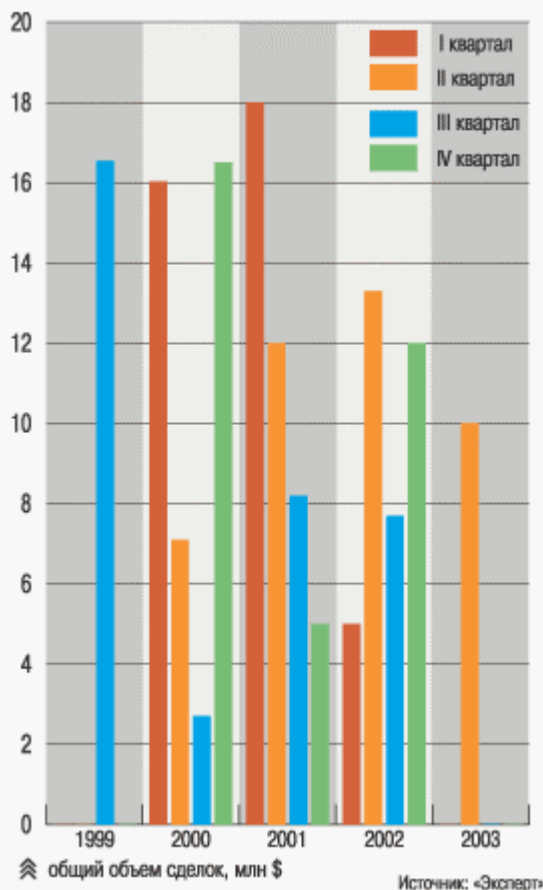
*По предварительным оценкам размер российского венчурного капитала в России составляет около 40 миллионов долларов. Активность по сбору и привлечению новых средств находится на низком уровне.*

## Сводная таблица действующих венчурных фондов в России.

### Таблица 6

Наименование фонда	Управляющая компания	Размер фонда	Инвестированный капитал, число портфельных компаний	Формы инвестиций, средний размер	Стадии развития	Участие в управлении	Отраслевые предпочтения
AIG Brunswick millenium fund	AIG Brunswick capital management	288, 5 млн	220 млн, 11 компаний	Акционерный капитал, 5-20 млн	Любые	Активное участие в совете директоров	Отрасли, ориентированные на конечного потребителя
AIG-Interros RCF	AIG-Interros RCF Advisor	200 млн	200 млн	Акционерный капитал, 5-20 млн	Любые	Активное участие в совете директоров	Отрасли, ориентированные на конечного потребителя
Baring Vostok Private Equity Fund	Baring Vostok Capital Partners	205 млн	120 млн, 8 компаний	15 млн, Контрольные и миноритарные пакеты	Кроме начальных	Активное участие в совете директоров	Нефть, газ, телекоммуникации, медиа, финансовые услуги
First NIS regional fund	Baring Vostok Capital Partners	160 млн	160 млн, 21 компания	8 млн, Контрольные и миноритарные пакеты	Кроме начальных	Активное участие в совете директоров	Природные ресурсы, потребительские товары, лесная, лесохимическая, целлюлозно бумажная.
Eagle Black Earth fund	Eagle Venture Partners	24 млн	22,6 млн, в 10 компаний	2, 26 млн. неконтрольные пакеты	Все стадии	Активное участие в совете директоров	Нет предпочтений
Eagle Smolensk Fund	Eagle Venture Partners	12 млн	8,4 млн в 7 компаниях	1,2 млн Неконтрольные пакеты	Все стадии	Активное участие в совете директоров	Нет предпочтений
Eagle Urals Fund	Eagle Venture Partners	33 млн	27,5 в 11 компаниях	От 1 млн до 10 Неконтрольные пакеты	Расширение	Активное участие в совете директоров	Нет предпочтений
Emporiki Venture Capital	Emporiki Venture Capital Athens	200 млн	18 млн, 4 компании	1-10 млн, 30 % акций	Все стадии	участие в совете директоров	Пищевая промышленность, упаковка, строительные материалы, потребительские товары
Global Environment Emerging Markets Fund	GEF Management	66,7 млн	66,7 млн	Акционерный капитал			Экологические отрасли, разработка экологических продуктов
Global Environment Emerging Markets Fund 2	GEF Management	120 млн		Акционерный капитал			Финансы, ИТ, Телекоммуникации, энергетика, промышленность
Emerging Markets Fund	INVESCO GT	43,37 млн		От 2,5 млн			Финансы, ИТ, Телекоммуникации, энергетика, промышленность
Developing Markets Fund	INVESCO GT	148,71 млн					
Quadriga Capital Russia	Quadriga Capital Russia	60 млн	Почти полностью проинвестирован	4-12 млн Миноритарные пакеты	Кроме начальных	участие в совете директоров	Нет предпочтений
Russian Technology Fund	RTF Management	5 млн	5 млн	0,3-0,8 млн. Акционерный капитал, кредиты	Ранняя стадия, расширение	участие в совете директоров	Высокотехнологичные компании
Russia Partners	Russia Partners Management	155 млн	155 млн	5-15 млн. Акционерный капитал	Расширение	участие в совете директоров	Телекоммуникации, легкая, дистрибуция, товары, транспорт
Lower Volga regional Venture Fund	Russia Partners Management	30 млн	30 млн	1-3 млн. Акционерный капитал	Начальные стадии, расширение	участие в совете директоров	Нет предпочтений

## Объем венчурных инвестиций в России, 1999–2003 гг.



Small Enterprise Assistance Fund	Suite	5 млн	4,348 млн в 18 компаниях	0,15-0,75 млн в миноритарные пакеты	Любые	участие в совете директоров	Высокие технологии
The Shimoda Emerging Europe Fund	Shimoda Capital Advisors Limited			Не менее 50 тысяч долларов			

Источник: РЦБ № 6 (261) 2004 год, стр. 72-77.

Всего за 1999-2003 годы в российские технологические компании было вложено 150 млн венчурных долларов. Большая часть этих денег досталась всего нескольким компаниям. Рекордсменом по числу полученных инвестиций стала Subiko. Второе место досталось Росбизнесконсалтингу (РБК), но к нему приближаются "Рамблер", IBS и Ru-Net. А с учетом того, что значительная часть денег, выделенных Ru-Net, на самом деле адресована его портфельной компании TopS VI, уже получавшей ранее инвестиции в размере 3 млн долларов, РБК и TopS практически делят второе место в списке реципиентов. Отметим, что и для IBS упомянутая сделка не единственная, но, поскольку предыдущие инвестиции компания получала еще в докризисную эпоху, в общей сумме они не учитываются.

Со второй половины 2002 года объем инвестиций в технологические компании возрос, но структура инвестиционного спроса изменилась. Почти все прошедшие за этот период сделки были крупными, и совершены они были на поздней фазе развития компании. Инвестиций в ранние фазы (до фазы роста)

практически не было. За 2002-2003 годы совершено всего пять инвестиций: 13,3 млн долларов в "Росбизнесконсалтинг", 12 млн в IBS, 10 млн в Ru-Net Holdings, 5 млн в A4Vision, 2,7 млн в Egar Technologies. Только случай с A4Vision в принципе может считаться инвестицией на ранних стадиях, поскольку компания на тот момент еще не имела продаж, но и для нее это был уже второй раунд, а сама компания существовала к тому времени уже около двух лет.

Три компании из пяти (IBS, Ru-Net/TopS BI и РБК) являются чисто сервисными компаниями и ориентированы по преимуществу на внутренний ИТ-рынок России, который с 2001 года демонстрирует финансовое здоровье и неплохой рост. Достаточно активен на рынке России и Egar (производитель финансового софта для операций с деривативами). Поэтому преобладающим мотивом инвесторов в этот период, видимо, было все-таки не стремление к технологическому превосходству и следование моде мирового инновационного процесса, а ориентация на капитализацию результатов экономического роста в России. Почти все компании не молоды, им по пять-десять лет<sup>48</sup>.

### **Обеспечение ликвидности инвестиций**

Первый "выход" произошел в феврале 2001 года: РВФ ЕБРР "Quadriga Capital" вышел из проинвестированной компании ОАО "Новая Эра", переговорам о предполагаемой продаже которой в 1998 году помешал российский финансовый кризис.

Количество выходов резко возросло в 2002 году.

В марте 2002 года "red.stars.com" продал принадлежащие ему акции компании "Actis Systems" менеджерам этой компании, а крупнейший российский производитель джинсовой одежды - корпорация "Глория Джинс" выкупила свои акции у "Southern Russia Regional Venture Fund".

В июле 2002 года "Delta Capital Management", управляющая компания Инвестиционным фондом "TUSRIF", объявила о продаже пакета своих акций "Святого Источника" компании "Nestle Waters".

В конце 2002 года "CIPEF" вышел из состава владельцев "Bravo Holdings Ltd", продав свою долю "Heineken", а также принадлежащий ему пакет акций в "Сыктывкарский лесопромышленный комплекс".

---

48 Амосов Ю. «Неустойчивая динамика», «Эксперт» 23-06-03



В мае 2003 г. Региональный Венчурный Фонд Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР) Eagle Black Earth Fund завершил сделку по продаже 45% акций ОАО «Липецкий хладокомбинат» менеджменту предприятия за 4 млн. долларов. ОАО «Липецкий хладокомбинат» - один из крупнейших производителей мороженого в Центральной России. Компания производит около 100 видов высококачественного мороженого. В 2002 г. была проведена сертификация по ISO 9001:2000. Объем продаж в 2002 г. составил 10 тыс. тонн. Инвестиции Фонда ЕБРР в размере 2,42 млн. долларов в уставный капитал ОАО «Липецкий хладокомбинат» были осуществлены в 1999 г., и использовались для увеличения производственной мощности и расширения ассортимента.

Региональный венчурный фонд Eagle Black Earth Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР) осуществил первый выход из одной из своих компаний, агропромышленного холдинга «Белгородский экспериментальный завод рыбных комбикормов»- «Белгородские гранулированные корма» («БЭЗРК-Белгранкорм»), расположенного в Ракитянском районе Белгородской области.

Выход из состава акционеров воронежского ОАО "Крекер" (производитель крекеров и печенья) венчурного фонда Eagle Urals Fund (EUF). EUF стал акционером "Крекера" в конце 2001 года, купив 47,4% акций ОАО за \$4 млн. Этот пакет был продан основателю "Крекера" - группе United Bakers, которая теперь контролирует 100% акций ОАО. Сумма сделки составила \$10 млн.

Источник информации: [www.rvsa.ru](http://www.rvsa.ru)

Можно сделать следующие выводы:

1. Российская индустрия венчурного финансирования представлена на **99 % иностранным венчурным капиталом**.
2. В основном **венчурные фонды** инвестируют в компании, занимающиеся строительством, деревообработкой, упаковкой, и при этом они не заинтересованы в настоящих технологичных компаниях. То есть венчурные фонды **занимаются прямыми частными инвестициями** наравне с фондами private equity.
3. Иностранный венчурный капитал **не принимает риск**, связанный с внедрением **новых технологий**, тем самым не способствует технологической перестройке экономики России.
4. Венчурные фонды инвестируют в компании с историей, находящихся на более **поздних этапах** развития.
5. Средний размер сделки находится в диапазоне от **одного миллиона** долларов до **десяти**.
6. **В управлении** венчурных фондов и фондов прямого инвестирования по разным оценкам находится порядка **3-4 миллиардов** долларов.
7. В России объем **потребности** в венчурном капитале составляет порядка **40-60 миллионов** долларов.
8. **Доходность** от вложений венчурных фондов составляет от **15,7 %** до **70 %** годовых.
9. Основные **выходы** осуществлялись путем **продажи** пакета акций **стратегическому партнеру**.
10. В связи с этим, венчурные фонды интересуются пакетами акций от 25 до 49 %, что пагубно отражается на привлекательности венчурного финансирования для компаний-реципиентов.

Исходя из сделанных выводов складывается понимание ситуации. В России присутствует и наращивает свои объемы венчурный капитал. Однако, это не ведет к ускорению технологического прогресса страны и развитию высокотехнологичных отраслей. Данная ситуация связана с тем, что размер венчурных фондов для российских предпринимателей достаточно большой и предложить проект на суммы, начинающиеся от миллиона долларов российский high-tech пока не в состоянии.

Финансировать по настоящему технологичные компании достаточно рискованно, а также количество предложений инвестирования на сумму от миллиона долларов существенно ограничено. Для минимизации риска венчурные фонды занимают нишу финансирования компаний на поздних стадиях развития, а также осуществляют финансирование компаний не связанных с новыми технологиями. Тем не менее, по меркам венчурного капитала финансирование российских компаний на данных условиях считается прибыльным – доходность составляет от 15 до 70 % годовых. Соответственно, ожидать, что иностранные венчурные фонды перейдут к финансированию технологичных компаний на ранних стадиях не приходится.

Без активного участия российского венчурного капитала, поставить страну на технологические рельсы не удастся. В связи с этим, необходимо привлечение средств российских корпораций для развития индустрии венчурного финансирования.

Российскому венчурному бизнесу необходимы суммы в размерах от ста до пятисот тысяч долларов. В настоящий момент предложить суммы указанного размера может только фонд Бортника, который запустил программу «СТАРТ», направленную на финансирование молодых компаний в сфере новых технологий.

До тех пор пока эти компании не вырастут, и у них не появится потребности в инвестициях на миллионы долларов, присутствующие в России венчурные фонды с иностранным капиталом будут носить по-прежнему номинальное название венчурные, а по сути своей они будут осуществлять сделки private equity. Толчок к развитию малых форм предпринимательства в сфере новых технологий должно осуществить государство. Без участия государства в финансировании предприятий на уровне seed и start-up дальнейшего развития индустрии венчурного финансирования невозможна.

### **3.3. Перспективы формирования индустрии венчурного финансирования в России**

#### **3.3.1. Обзор мировых тенденций развития отрасли венчурного финансирования**

В мире начинается новая фаза подъема индустрии венчурного финансирования. Основой для нее послужат технологии связанные с мобильными и беспроводными решениями.

В среднем венчурный цикл занимает около десятилетия. В прошлом венчурный рынок испытал периоды подъема в 1964-1971-м, 1978-1987-м и 1994-2000 годах. Низшие точки спада были, соответственно, в 1975-м и в 1992-м. Технологический рынок начал падать с пика в апреле 2000 года, то есть уже более трех лет назад, что примерно и составляет средний срок падения в большом цикле. На основании расчетов можно предположить, что с 2004 года теоретически должна начаться новая стадия подъема индустрии.

Оживление американской экономики, отмеченное во втором квартале, уже сказывается на рынке прямых инвестиций. Вот некоторые факты. В последнем квартале 2003 года в США было собрано больше новых венчурных денег, чем за предыдущие четыре квартала, в том числе один фонд размером в миллиард долларов (компанией New Enterprise Associates, входящей в двадцатку крупнейших венчурных капиталистов). Объем инвестиций в молодые компании также вырос на 22%, причем доля молодых компаний растет уже третий квартал подряд. Ростом охарактеризовался публичный рынок. В первом квартале 2004 года было размещено 13 IPO компаний с венчурным капиталом на общую сумму 2,7 млрд долларов, причем одно из IPO было рекордным по размеру. Тайваньская компания Semiconductor Manufacturing International Corp. (SMIC) провела IPO на сумму 1,8 млрд долларов - это крупнейшее IPO компании с венчурным капиталом за всю историю рынка (до этого рекордом была телекоммуникационная компания Corvis, которая в июле 2000 года, почти на самой вершине рынка, провела IPO на сумму чуть больше 1 млрд долларов). Во втором квартале 2004 года заявки на IPO подали еще 34 компании, причем последняя поступила от самого популярного Интернет ресурса Google<sup>49</sup>, объявившего о продаже акций на 2,7 млрд долларов, и еще 3,45 млрд долларов объявили остальные компании<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> [www.google ipo.com](http://www.google ipo.com)

<sup>50</sup> [www.nvca.org](http://www.nvca.org)

Для прогнозирования тенденций индустрии венчурного финансирования количество IPO один из важных показателей активности. Прошедший бум на технологическом рынке также начался в августе 1995 года с IPO компании Netscape Communications, создавшей первый (и очень несовершенный) браузер, и без всяких предварительных сигналов от рынка.

Обобщенные доходности венчурного рынка США сводятся и публикуются National Venture Capital Association, свои вычисления ведут и независимые исследователи. Индивидуальные доходности отдельных венчурных фондов, однако, держатся в строгой тайне.

#### Средняя доходность венчурных фондов (%)

Доходность	Период			В среднем по уровню доходности
	До бума 1990-1994 гг.	Начало бума 1994-1998 гг.	В разгар бума 1998-2000 гг.	
Высокодоходные (свыше 70)	104	190	96	165
Среднедоходные (30-70)	48	34	62	48
Низкодоходные (30 и ниже)	13	2	-7	2
В среднем за период	40	82	5	48

Разбив венчурные фонды на три группы по доходности, мы получаем следующую картину. Почти все фонды, которые показали наихудшую доходность (ниже 30%), создавались по большей части в разгар венчурного бума. Только паре фондов из созданных в годы бума удалось выйти на нормальный средний уровень доходности, распродав часть портфеля на вершине пика, но сверхвысоких доходов в этой группе нет. Все остальные опоздали к рынку: пока их инвестиции достигли готовности, рынок уже ушел в низкую зону цикла. Фонды, которые вышли на требуемый уровень доходности, были созданы в основном в период венчурной депрессии 1990-1994 годов. А вот сверхвысокие доходности практически все

сконцентрировались среди фондов, начавших работу в момент начала подъема рынка, с 1995-го по 1997 год.

Для практического инвестора это означает, что доходность фонда сильно зависит не только от мастерства венчурного капиталиста, но и от фазы цикла. Фонды, созданные в момент ранних сигналов, имеют хороший шанс заработать сверхвысокие деньги и должны очень постараться, чтобы не заработать просто неплохих денег. Даже если инвесторы ошиблись с выбором времени, фонд скорее всего выйдет на приемлемый уровень доходности. Если выбрать не оптимальное время для создания фонда, шансы на хорошую доходность начнут очень резко падать.

Учитывая, насколько неизменен венчурный цикл, выбрать время для создания фонда не представляется сложной задачей.

Итак, 2004-2005 годы могут оказаться благоприятнейшим временем для агрессивных технологических инвестиций в новые прорывные компании.

### **3.3.2. Перспективы для российской индустрии венчурного финансирования**

Если предположить, что новый подъем индустрии венчурного финансирования произойдет на основании технологий, связанных с радиоволнами, то можно смело заявить, что российскую индустрию этот подъем заставит оживиться и поможет преодолеть ряд внутренних трудностей.

Фактором успеха для России является то, что в России традиционно сильна отечественная радиошкола, история которой насчитывает более столетия и по своему качеству находится в высшей мировой лиге на всех уровнях - от фундаментального до инжиниринга. Радиоиндустрия России благодаря военным потребностям не испытывала нехватки финансирования на протяжении своего существования. Также в России находится множество сильнейших учебных и исследовательских организаций и производственные базы. Уже сейчас в России действуют десятки небольших фирм, занимающихся разработками в области радиотехники и телекоммуникаций - как собственными, так и по заказам международных компаний. Исследования в области радиотехники в России не прерывались никогда и охватывают широчайший спектр проблем (распространенный гигагерцевый диапазон еще в советское время был предметом исследований российской оборонки, и им список наших достижений только открывается).

Наличие таких благоприятных факторов как:

- Развитая научная база
- Наличие высокообразованного технического персонала
- Собственные разработки
- Мировой подъем индустрии венчурного финансирования

Позволяет рассчитывать на ускорение процесса формирования и развития индустрии венчурного финансирования в России.

Высокотехнологический рывок в России возможен, только если он будет финансироваться российскими деньгами. Венчурный капитал в последние годы становится международным, но образ действия крупнейших венчурных фондов всегда одинаков: они дожидаются, пока страна не зарекомендует себя как источник интересных технологий и компаний, и только потом приходят туда сами. С финансовой стороны для того, чтобы разогнать Россию на технологическом поле, необходимы, во-первых, доступные инвестиционные ресурсы и, во-вторых, желание инвестировать в технологии.

Объем доступных для инвестирования ресурсов у русских инвесторов точно не известен, но, например, избыточная ликвидность финансового сектора составляет 10-15 млрд долларов<sup>51</sup>, не находящих адекватного спроса; оценки свободных средств в реальном секторе, которые могли бы быть использованы для инвестиций, по мнению экспертов, по крайней мере не меньше.

Положительным моментом является намерения российских крупных холдинговых компаний в создании венчурных фондов. Недавно АФК «Система» объявила о своем желании поучаствовать в индустрии венчурного финансирования<sup>52</sup>. На основании заявления, сделанного «Системой» можно предположить, что проблема выходов из компании будет отчасти решена – появился крупный российский участник рынка, заинтересованный в молодых технологичных компаниях в отрасли электроники. Также на территории России открыл свой филиал фонд Intel Capital, который заинтересован в популяризации нового цифрового стандарта Wi-Max. Соответственно, будет решена проблема с выходами, с нехваткой инвестиционных проектов и с созданием истории успеха.

Еще одним фактором, способным поддержать надвигающийся венчурный бум в России, могут оказаться, как ни странно, намерения правительства. Политика российского руководства несколько лет не придавала должного

---

<sup>51</sup> Амосов Ю. «Инсайд на высокой частоте», «Эксперт» № 17 (418) от 10.05.04, стр. 58-62

<sup>52</sup> Медовников Д. «Венчур на микронах», «Эксперт» № 13 (414) от 06.04.04, стр. 80-83

значения венчурной индустрии. Хотя в любой высокий доклад спичрайтеры уже давно вписывают фразы о необходимости поддержки инноваций - дело обычно тем и ограничивалось. До недавних пор главным препятствием на пути высокотехнологической политики была позиция Минфина - категорический отказ Минфина поступиться даже ничтожной толикой сиюминутных доходов бюджета, порой существующих только в воображении чиновников. Перелом обнаружился в феврале 2004 года: на заседании Совета безопасности Владимир Путин неожиданно поддержал Андрея Фурсенко<sup>53</sup>. Президент высказался в пользу бесплатной передачи прав на созданную с участием государства интеллектуальную собственность ее разработчикам и за стимулирование развития венчурного капитала и других видов частных инвестиций в промышленность. Причем высказался в таких выражениях, которые никак не допускают многозначного толкования, что для венчурного сообщества стало чрезвычайно приятным сюрпризом.

Итак, выделим пять факторов, которые могут способствовать российскому венчурному буму: мировой венчурный рынок накануне нового подъема, наличие в России кадров и наработок для новой волны, наличие заинтересованных покупателей для молодых компаний в лице АФК «СИСТЕМА» и Intel Capital, собственные инвестиционные ресурсы и планы правительства. Каждый из этих факторов по отдельности еще не дает гарантии, что бум состоится. Но вместе они свидетельствуют, что у индустрии венчурного финансирования в России появились хорошие шансы на ускоренное развитие.

---

<sup>53</sup> [www.inno.ru](http://www.inno.ru)



## **Заключение**

Актуальность выбранной темы связана с особой важностью индустрии венчурного финансирования для России. России предстоит осуществить переход к инновационной экономике. В первую очередь, это связано с технологическим отставанием от экономических лидеров, а также с зависимостью России от конъюнктуры мировых цен на нефть, со структурой промышленности, где основную долю занимает добыча ресурсов и производство продукции четвертого технологического уклада.

Несмотря на высокий потенциал России, на обилие и относительно низкую стоимость ресурсов, наличие высокообразованных кадров, доля России на рынке инновационных товаров составляет всего 0,3%. Изменить положение возможно только одним путем – решительным реформированием отраслей промышленности и осуществлением перехода к инновационной экономике. Ключевым фактором перехода к инновационной экономике является построение и развитие индустрии венчурного финансирования. Развитие индустрии венчурного финансирования обусловит изменения структуры экономики, рост доли высокотехнологичных компаний, которые в будущем определяют место России на мировом рынке.

При написании данной работы автор сделал следующие выводы:

- Венчурное финансирование - это способ финансирования стартующих, развивающихся инновационных компаний, при котором венчурные капиталисты получают определенную долю акционерного капитала компании в обмен на предоставленные средства и возможность последующей выгодной продажи этой доли
- Основной задачей венчурного капиталиста является ускорение роста компании, в связи с этим венчурный капитал предоставляется на длительный срок и не уменьшает денежный поток во время функционирования компании
- Венчурные капиталисты привносят в компании свой опыт и личные деловые связи, ускоряя тем самым рост компании
- Выход осуществляется путем продажи пакета акций, принадлежащего венчурному капиталисту, либо менеджерам

компании (МВІ), либо стратегическому инвестору (М&А), либо путем вывода акций компании на фондовый рынок (ІРО)

Индустрия венчурного финансирования оказывает сильнейшее воздействие на формирование структуры промышленности, увеличивая долю инновационных компаний.

Развитие индустрии венчурного финансирования является приоритетной задачей для повышения конкурентоспособности страны на мировых рынках.

В целях повышения конкурентоспособности основной задачей государства является оказать стимулирующее воздействие на развитии индустрии венчурного финансирования.

Анализируя мировой опыт программ поддержки индустрии можно сделать следующие выводы:

- Американские программы поддержки инновационного сектора экономики стоятся на грантовом принципе, а также размещении госзаказов.
- Государство берет на себя финансирование seed и start-up при проведении научных исследований.
- Американские программы поддержки подразумевают выделение до 750 тысяч долларов на проведение исследования.
- Результат исследования передается разработчикам для последующей коммерциализации.
- Государственные программы стимулируют проведение исследований в институтах, включая их в общую инфраструктуру индустрии венчурного финансирования.

Японская модель стимулирования развития отрасли венчурного финансирования включает в себя:

- Создание фонда фондов, из которого будут сформированы новые венчурные фонды. Фонд предоставляет свои средства безвозмездно и без требования гарантий со стороны реципиента.
- Повышение квалификации для предпринимателей, путем проведения семинаров и тренингов.
- Создание сетевых организаций, которые выполняют задачу посредников в индустрии венчурного финансирования, обеспечивая связь между разработчиками и венчурными капиталистами.

- Формирование человеческих ресурсов, подготовленных в дальнейшем для ведения венчурной деятельности, то есть инициативных и самостоятельных предпринимателей, способных управлять риском, связанным с внедрением научных разработок.
- Привлечение ангелов к финансированию венчурных предприятий на ранней стадии путем предоставления налоговых льгот.
- Государственное финансирование НИОКР, принята программа аналог американской SBIR.
- Создание венчурных лабораторий, аналогов технопарков и инкубаторов.

Израиль предпринял следующие меры для формирования индустрии венчурного финансирования:

- Выделение 100 миллионов долларов на развитие венчурной индустрии в Израиле, осуществление программы Йозма
- Создание фонда фондов, из которого будут созданы 10 венчурных фондов, общая капитализация которых составит 100 миллионов долларов
- Предоставление фондом Йозма 40% вновь создаваемым фондам
- Привлечение иностранных инвесторов и обеспечение венчурным компаниям выхода на мировые рынки
- Привлечение мирового опыта посредством создания совместных фондов с участием иностранных венчурных капиталистов с опытом
- Создание сети из 20 инкубаторов

В связи с нарастающим отставанием России от мировых экономических лидеров, для России проблема формирования индустрии венчурного финансирования становится особенно актуальной. Правительство предпринимает ряд мер по стимулированию развития индустрии венчурного финансирования, однако эти меры не являются эффективными. Анализируя состояние индустрии венчурного финансирования можно сделать следующие выводы:

11. Российская индустрия венчурного финансирования представлена на 99 % иностранным венчурным капиталом.
12. В основном венчурные фонды инвестируют в компании, занимающиеся строительством, деревообработкой, упаковкой, и при этом они не заинтересованы в настоящих технологичных компаниях. То есть венчурные

фонды занимаются прямыми частными инвестициями наравне с фондами private equity.

13. Иностраный венчурный капитал не принимает риск, связанный с внедрением новых технологий, тем самым не способствует технологической перестройке экономики России.
14. Венчурные фонды инвестируют в компании с историей, находящиеся на более поздних этапах развития.
15. Средний размер сделки находится в диапазоне от одного миллиона долларов до десяти.
16. В управлении венчурных фондов и фондов прямого инвестирования по разным оценкам находится порядка 3-4 миллиардов долларов.
17. В России объем потребности в венчурном капитале составляет порядка 40-60 миллионов долларов.
18. Доходность от вложений венчурных фондов составляет от 15,7 % до 70 % годовых.
19. Основные выходы осуществлялись путем продажи пакета акций стратегическому партнеру.

Российской индустрии венчурного финансирования на пути своего развития предстоит преодолеть множество препятствий, однако, учитывая высокую важность индустрии для повышения конкурентоспособности страны на мировом уровне, автор выражает надежду на взвешенную и продуманную политику со стороны государства и поддержку развития индустрии со стороны крупного частного бизнеса. В случае согласованных и продуманных действий, как правительства, так и частных структур, российская индустрия венчурного финансирования имеет блестящие перспективы.

## Список используемой литературы

1. Аньшин В.М., Филин С.А. «Менеджмент инвестиций в инновации в малом и венчурном бизнесе» - Москва: Анкил 2003 г.
2. Воронцов В.А., Ивина Л.В. «Основные понятия и термины венчурного финансирования» - Москва, 2002 г., Ступени.
3. Гулькин П.Г. «Венчурные и прямые частные инвестиции в Россию. Теория и десятилетие практики»- Санкт-Петербург, 2003г., «Альпари Спб»
4. Гулькин П.Г., «Международный опыт оформления венчурной деятельности», в сборнике «Венчурное инвестирование в Россию (Юридические аспекты)», РАВИ, 2001
5. Пилипенко П.П. «корпоративное венчурное инвестирование» - Москва 2001 г., «Мк-полиграф»
6. Фонштейн Н.М. «Венчурное финансирование: теория и практика» - Москва, 1998 г, АНХ.
7. Паркинсон С.Н., «Законы Паркинсона», - Минск, 1997.
8. Тобиас Л., «Психологическое консультирование и менеджмент: взгляд клинициста», - Москва, 1997 г.

### Зарубежные издания

9. Harmon S., "Zero gravity. Riding venture capital high-tech start-up to breakout IPO", Bloomberg Press, Princeton, 1999
10. Sahlman W.A., "The structure and governance of venture-capital organizations", Journal of Financial Economics, v. 27
11. "The red herring", Issue 9, 1994

### Сборник статей в периодических изданиях:

12. Амосов Ю. «Эксперимент», «Эксперт» №38 (344) от 14.10.02, стр. 58-64.
13. Амосов Ю. «К всеобщей истории успеха», «Эксперт» № 44 (350) от 25.11.02, стр. 64-68
14. Амосов Ю. «Как поднять российский венчур», «Эксперт» № 44 (350) от 25.11.02, стр. 64-68
15. Амосов Ю. «Неустойчивая динамика», «Эксперт» 23-06-03
16. Амосов Ю. «Инсайд на высокой частоте», «Эксперт» № 17 (418) от 10.05.04, стр. 58-62
17. Амосов Ю. «Деньги для хорошего человека», «Эксперт» № 4 (405) от 02.02.04, стр. 40-44
18. Амосов Ю. «Пермский период», «Эксперт» № 40 (393) от 27.10.03, стр. 66-68
19. Амосов Ю. «Пора покупать ноу-хау», «Эксперт» № 19 (373) от 26.05.03, стр. 66-68
20. Имамутдинов И. «Инновационный выбор», «Эксперт» № 46 (352) от 09.12.02, стр. 17-20
21. Медовников Д. «Венчур на микронах», «Эксперт» № 13 (414) от 06.04.04, стр. 80-83
22. Медовников Д. «Играем по правилам пост модерна», «Эксперт» № 6 (407) от 16.02.04, стр. 52-58
23. Медовников Д. «По венчурным волнам», «Эксперт» № 41 (347) от 04.11.02, стр. 68-72
24. РЦБ № 6 (261) 2004 год, стр. 72-77.

## Ресурсы Интернет:

25. [www.datamerge.com](http://www.datamerge.com)
26. [www.e-trustgroup.ru](http://www.e-trustgroup.ru)
27. [www.venture-nvf.ru](http://www.venture-nvf.ru)
28. [www.rvca.ru](http://www.rvca.ru)
29. [www.evca.com](http://www.evca.com)
30. [www.ventureone.com](http://www.ventureone.com)
31. [www.tos.ru](http://www.tos.ru)
32. [www.ivr.ru](http://www.ivr.ru)
33. [www.businessplanning.ru](http://www.businessplanning.ru),
34. [www.ntax.ru](http://www.ntax.ru)
35. [www.maplaza.ru](http://www.maplaza.ru)
36. [www.gaap.ru](http://www.gaap.ru)
37. [www.devbusiness.ru](http://www.devbusiness.ru)
38. [www.csr-nw.ru](http://www.csr-nw.ru)
39. [www.3i.ru](http://www.3i.ru)
40. [www.nvca.org](http://www.nvca.org)
41. [http://www.3i.ru/problems.asp?ob\\_no=673&cat\\_ob\\_no=](http://www.3i.ru/problems.asp?ob_no=673&cat_ob_no=)
42. [http://www.rvca.ru/webrvca/public/p\\_vc\\_12\\_08\\_2002\\_3.html](http://www.rvca.ru/webrvca/public/p_vc_12_08_2002_3.html)
43. [www.sitra.fi](http://www.sitra.fi)
44. <http://www.startupbiz.com/Doit/Capitalize.htm>
45. [http://www.1000ventures.com/venture\\_financing/vfin\\_main.html](http://www.1000ventures.com/venture_financing/vfin_main.html)
46. <http://sbirworld.com/solicitations/solicitations.asp?mnuSol=1>
47. <http://www.fpcj.jp/e/shiryo/bim/vbj.html>

## **Приложение 1. Американский опыт передачи патентов на изобретения разработчикам**

Подобная ситуация складывалась и в США до 80 годов, существующая статистика объективно показывает, что государство не заинтересовано в коммерциализации изобретений. Для выхода из сложившейся ситуации был принят закон Бай-Доула, который разрешает бесплатно передавать авторские права на разработки.

Суть этого закона заключается в передаче авторского права на разработки, сделанные на бюджетные деньги в университетских лабораториях, самим разработчикам для дальнейшей коммерциализации этих разработок через частные фирмы без возврата государству затраченных средств. В 1980 году правительство США финансировало 60 процентов академических исследований и владело к тому времени 28 тысячами патентов, но лишь 4% (то есть не более 1200 патентов) из них были лицензированы промышленностью. После принятия закона Бай-Доула за три года университетами было создано 2200 фирм для коммерциализации научно-технических результатов. Университеты и лаборатории уже не поглощают бюджетные деньги, а генерируют их самостоятельно, создав при этом 260 тысяч рабочих мест. С тех пор от 40 до 50 миллиардов долларов вливаются в экономику США за счет оборота приватизированной интеллектуальной госсобственности. В 1985 году государственная монополия на изобретения, созданные в государственном секторе, была упразднена в Англии. В результате западные разработчики успешно вводят в реализацию интеллектуальной собственности в экономическое пространство и распространяют по всему миру.

Как показывает мировой опыт самый разумный выход из создавшегося положения – передача прав собственности на полученные изобретения коллективу разработчиков. Однако, для защиты интересов государства необходимо ограничить вывоз интеллектуальной собственности за границу. Например, в случае продажи патентов за рубеж, которые так и не нашли применение в стране необходимо возместить государству расходы и поделиться частью прибыли. В этом случае, такая продажа была бы выгодна всем, а не только разработчику и покупателю. Если такой механизм не будет предусмотрен, то финансирование науки за счет средств бюджета будет больше похоже на субсидирование иностранных экономик, которые будут получать плоды

исследований и заниматься их внедрением, а также это приведет к необоснованному обогащению людей, связанных с трансфертом технологий. К сожалению, ими не будут непосредственно ученые, которые занимались исследованием и получили патент на изобретение. Вероятнее всего, сложится целая отрасль посредников, которые будут передавать изобретения зарубежным партнерам, при этом для получения прибыли они будут скупать патенты за невысокие цены, не учитывая фактически затрат на его получение.

Если вопрос о собственности на изобретения будет решен в пользу разработчиков, а также государству удастся ограничить вывоз изобретений за границу, тогда мотивация разработчиков сделать продукт коммерчески успешным на собственном рынке будет на порядок выше, особенно учитывая их низкий прожиточный уровень. Но в любом случае, даже при сильной заинтересованности разработчиков в создании бизнеса на основе полученной технологии, сделать это без необходимой инфраструктуры будет крайне затруднительно. С одной стороны в силу своего некоммерческого характера ученым сложно организовать и правильно вырастить бизнес с нуля, с другой стороны на создание бизнеса потребуются деньги, которые невозможно получить в банках и из других источников заемных средств. Только связка изобретателя и предпринимателя может привести к тому, что изобретение будет доведено до коммерческого успеха, который обогатит всех его участников.



## **Приложение 2. Организационная схема для создания региональных и отраслевых венчурных фондов**

Общеизвестно, что как европейский, так и американский венчурный бизнес имеет длительную историю успешного развития, в ходе которого сформировались правовые формы, наилучшим образом отвечающие тем или иным потребностям инвесторов. Анализ опыта европейских венчурных фондов позволяет нам сделать вывод о том, что существует несколько стандартных организационных схем, наиболее часто используемых западными инвесторами для организации венчурного бизнеса. Самые известные - Нидерландские "Си-Ви" ("CV-commanditaire vennootschap") и "Би-Ви" ("limited company"). "Си-Ви" представляет собой договорную форму совместной деятельности с ограниченной ответственностью. "Би-Ви" схема предполагает создание юридического лица с ограниченной ответственностью.

На сегодняшний день российское законодательство предусматривает несколько форм, которые подходят для организации венчурной инвестиционной деятельности - как с образованием юридического лица, так и без такового. Среди них наибольшего внимания, по нашему мнению, заслуживают следующие: 1) акционерное общество; 2) товарищество на вере; и 3) совместная деятельность в рамках договора простого товарищества.

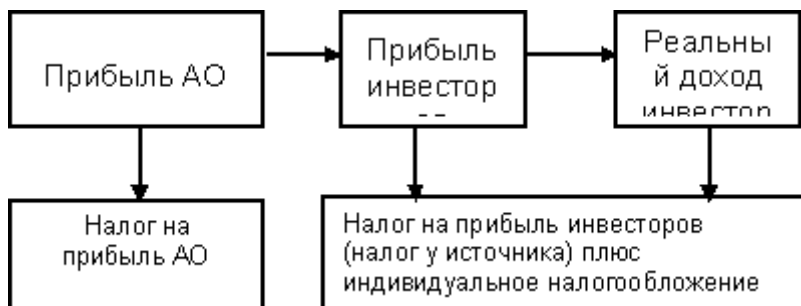
### **Акционерное общество**

Акционерное общество (далее - "АО") представляет собой традиционную форму объединения капитала. Выбрав для создания фонда форму АО, удастся устранить ответственность акционеров по обязательствам АО и ограничить риск убытков стоимостью принадлежащих им акций. Акционерное общество принято считать формой, которая является оптимальной для долговременного объединения капитала.

Однако, способы правового регулирования деятельности АО, применяемые в действующем российском законодательстве не позволяют утверждать, что эта форма является оптимальной для целей Фонда.

"Схема АО" предполагает создание юридического лица, что, даже если мы не будем учитывать возможные трудности, которые могут возникнуть при учреждении АО, налагают на его дальнейшую деятельность ограничения Акционерного права. Например, увеличение уставного капитала путем размещения дополнительных акций займет не меньше трех месяцев. Но для нас более важно то, что акционерная форма предполагает равное участие всех акционеров в управлении обществом и, следовательно, его бизнесом. Это, в свою очередь, не позволит распределить роли между Управляющей компанией и акционерами-инвесторами так, чтобы такое распределение адекватно соответствовало венчурной модели, при которой главная роль в управлении бизнесом должна принадлежать управляющей компании. Следовательно, эффективное управление и использование капитала, которое является основной целью создания Фонда, будет значительно затруднено.

Но основным недостатком "Схемы АО", как и любой другой корпоративной схемы, является так называемое "двойное налогообложение" прибыли инвесторов. Сначала должен уплачиваться налог на прибыль "Фонда", созданного в форме АО, а затем, после распределения прибыли среди акционеров в виде дивидендов, должен удерживаться у источника налог на прибыль самих акционеров. И по завершении каждый инвестор должен будет уплатить индивидуальные налоги.



Очевидно, что подобная ситуация серьезно подрывает экономическую эффективность деятельности Фонда.

Вышеуказанные причины показывают, что для целей венчурного инвестирования по классической модели форма АО не совсем подходит. Во всяком случае, Фонду придется заниматься оптимизацией текущего налогообложения на каждом этапе, что, во-первых, не всегда возможно и, во-вторых, совсем несвойственно Фонду и, следовательно, серьезно отвлечет его от основных функций.

### **Товарищество на вере (Коммандитное товарищество).**

Товарищество на вере или коммандитное товарищество (далее - "КТ"). КТ представляет собой юридическое лицо, в котором участвуют полные товарищи и вкладчики. Причем полные товарищи обязаны осуществлять предпринимательскую деятельность от имени КТ и отвечают по обязательствам КТ своим имуществом, в то время как вкладчики отстранены от участия в управлении делами КТ и их функция сводится лишь к внесению вклада. Таким образом, введя управляющую компанию в состав полных товарищей и поручив ей ведение общих дел, и привлекая инвесторов-вкладчиков, можно было бы создать эффективную, с точки зрения управления, схему построения Фонда.

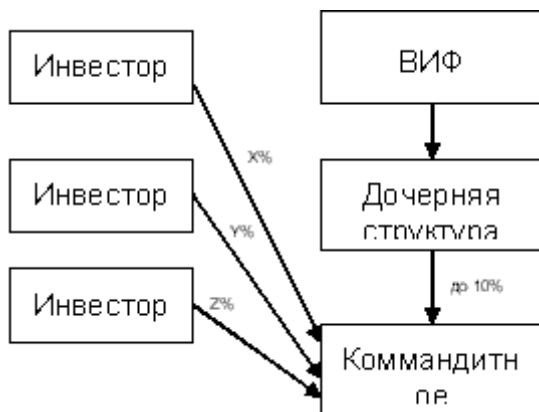
Именно поэтому коммандитное товарищество часто используется на Западе, но, к сожалению, некоторые черты, присущие российской модели, делают ее в нашем случае неприемлемой для создания Фонда.

Во-первых, вкладчики-инвесторы имеют безоговорочное право выхода из КТ по окончании финансового года с выплатой им их вклада, что подрывает надежность объединения капитала и осуществление инвестиций.

Во-вторых, КТ является юридическим лицом и, следовательно, ему присущ недостаток любой корпоративной схемы - двойное налогообложение, которое снижает экономическую эффективность деятельности Фонда (см. пункт 1 выше).

Ниже предлагается возможная схема создания субъекта венчурного инвестирования с использованием конструкции товарищества на вере - коммандитного товарищества ("КТ") Состав участников КТ: (1) первый полный

товарищ - инвестор, (2) второй полный товарищ - коммерческая организация, учреждаемая ВИФ, (3) вкладчик - ВИФ. При создании КТ устанавливается небольшой складочный капитал, полные товарищи вносят 50% к моменту государственной регистрации и 50% в течение 5-7 лет. Фиксируется общий размер участия вкладчика (коммандитиста) - X. млн. долларов. Вклад вносится в соответствии с согласованным графиком в течение 5-7 лет. Такой график необходимо сделать частью учредительного договора - в этом случае при изменении условий внесения средств, придется регистрировать только изменения в учредительном договоре.



Ведение дел и внешние отношения товарищества поручаются первому полному товарищу. Но принятие решений об инвестировании в конкретные компании возлагается на коллективный орган, по сути, собрание полных товарищей, - Инвестиционный Комитет. Последний состоит из уполномоченных представителей полных товарищей, с любым соотношением голосов. Указанное соотношение можно поставить в зависимость от суммы, внесенной на данный момент вкладчиком, либо предопределить иным образом. Можно регламентировать порядок заключения значительных сделок товариществом и т.п.<sup>54</sup>

<sup>54</sup> Источник: [www.rvca.ru](http://www.rvca.ru)

### Приложение 3. Финская программа развития индустрии венчурного финансирования “SITRA”

Финская национальная программа поддержки малого венчурного бизнеса и инноваций SITRA оказывает поддержку технологическим и бизнес инновациям, а также операционной деятельности как новых, так и уже существующих компаний. Ключевыми факторам участия являются технологические новации, передача технологий и развитие бизнеса. С помощью пилотных проектов осуществляется поиск новых путей модернизации инновационного пространства.

SITRA работает с:

1. предпринимателями, намеревающимися учредить компанию или существующими компаниями на ранних стадиях развития (seed/start-up)
2. технологическим и коммерческим предприятиям на ранних стадиях существования, которые обладают разработками инновационных продуктов, услуг или механизмов деятельности и готовы не останавливаться на национальном уровне (SITRA Industry Ventures).
3. начинающим малыми и средними предприятиям традиционных сфер, которые стремятся в выходу на международный уровень (SITRA Industry Ventures).
4. вновь создаваемым компаниям в сфере биотехнологий и медицины, которые потенциально способны в экспансии на международный рынки (SITRA Life Sciences).

SITRA финансирует те компании, для которых традиционных рынок капитала еще закрыт. Схема участия может быть представлена следующим образом.

После обращения предпринимателя и подачи заявки компания оценивается и принимается решение об участии. На следующей стадии взаимодействия совместно с представителями программы проводится анализ рынка и составление бизнес-плана. Инвестиционная стадия предполагает принятие решения о долгосрочном финансировании. Обычно доля SITRA в акционерном капитале составляет от 15 до 40%, что дает возможность предпринимателю нести ответственность за операционную эффективность. Абсолютное значение вложений обычно находится в пределах от 200 000 до 2 млн. евро. Наиболее часто используемыми формами финансирования являются:

1. участие в капитале
2. конвертируемый облигационный заем
3. инвестиционный кредит или их комбинации.

SITRA также открыта для использования альтернативных форм финансирования, если их условия приемлемы. При планировании финансирования в расчет берутся сроки финансирования, а также те трудности, с которыми приходится сталкиваться новым компаниям. Выступая в качестве миноритарного акционера SITRA предоставляет компании рисковый капитал, что зачастую повышает риски SITRA до уровня большего, чем те, которые несет сам предприниматель. Принятие таких рисков оправдывается для SITRA доходами от увеличения стоимости компании, которые она получает при продаже компании. В другой стороны вложения могут быть оправданы получением дохода в виде процентов и дивидендов при стабильном развитии бизнеса.

За инвестициями следует стадия налаживания активного взаимодействия между представителями программы и менеджментом компании. Полученные средства могут использоваться компанией для организации процессов в компании, налаживание производства, внедрения маркетинговых программ или поддержки выхода на международную арену. SITRA активно участвует в принятии решений через членство в совете директоров, что дает возможность компании использовать уже накопленные знания о конкретной отрасли, ноу-хау финансирования и знание организационных аспектов, а также развитую систему коммуникаций SITRA на национальном и интернациональном уровнях.

Внутри программы, как уже упоминалось есть структурные подразделения, работающие с определенным видом компаний. Это SITRA Life Sciences и SITRA Industry ventures. SITRA Life Sciences занимается финансированием перспективных биотехнологических компаний на ранних стадиях развития. Такие компании для получения финансирования должны доказать свой потенциал, возможности и желание расти до интернационального уровня. На данный момент финансируется около 40 компаний, занятых в сферах биотехнологий, химии, медицины, диагностики, электронных медицинских услуг и продуктов питания. В дополнение к текущему участию SITRA прикладывает все усилия для облегчения компаниями дальнейших источников финансирования через свои каналы взаимодействия с международными организациями и фондами. Industry ventures инвестирует в новые компании развивающиеся системы коммуникаций малых и средних предприятий, имеющие инновационные разработки, потенциально

востребованные на международных рынках. Инвестиционный портфель включает около 65 компаний. Текущие инвестиции направляются на телекоммуникации и автоматизацию процесса производства. Основной целью является экспансия инвестиций в сторону финансирования сетей малых и средних предприятий традиционных сфер деятельности и коммерческих инноваций. При принятии решения о финансировании наиболее значимым критерием является коммерческий запуск именно финских инноваций.

Успешному формированию портфеля инвестиций способствует тщательный предварительный анализ.

В программе также предусмотрено внутреннее структурное разделение используемых механизмов финансирования в зависимости от стадии развития бизнеса. Организаторы программы используют следующее деление:

SITRA PreSeed имеет конечной целью выведение венчурных компаний на рынок капитала. Эта программа состоит из нескольких взаимосвязанных мероприятий. LIKSA funding предусматривает предоставление возможности предпринимателям вывести бизнес на инвестиционный уровень и составить с помощью специалистов адекватный бизнес-план, который является основным инструментом привлечения средств на рынке. Ее цель – усилить основы венчурного предприятия и оказать содействие в выходе на новые соглашения о финансировании. С помощью LIKSA технологические стартапы могут получить достаточный объем качественной информации о состоянии конкретного рынка. После успешного завершения проекта LIKSA венчурное предприятие может найти потенциального инвестора на специализированной площадке взаимодействия между бизнесом и венчурными капиталистами в рамках SITRA по названию INTRO. Идея создания такой площадки была направлена на помощь в коммерциализации инноваций и положила основу возникновения сильного сегмента частных инвестиций в Финляндии в целом. Целью этой организации этого взаимодействия является ускорение роста перспективных венчурных предприятий.

INTRO предоставляет уникальную возможность личного общения между предпринимателями, инвесторами, специалистами отдельных отраслей для координации действий заинтересованных лиц. Нахождение подходящего инвестора, разделяющего декларируемые предпринимателем цели, позволяет сконцентрироваться на основной деятельности и показать свой потенциал уже на рынке, что в свою очередь облегчит дальнейший поиск финансовых ресурсов.

Система DIILI включает в эту цепочку еще и специалистов по маркетингу и продвижению, что позволяет компаниям, нашедшим инвестора в INTRO, получить дополнительные знания о поведении на рынках.

Следующим этапом развития венчура является переход от самой технологии к непосредственному продукту, созданному с помощью этой технологии.

Интеллектуальные компании в большинстве своем являются продуктом университетов и исследовательских институтов. SITRA стремится вывести эти идеи на уровень коммерческого использования, взаимодействуя в правительственными органами, инвесторами, университетами, исследовательскими лабораториями и технологическими центрами и в особенности с таким специализированными организациями, как Ассоциация финских инвесторов и Национальное технологическое агентство. Для осуществления более тесного взаимодействия малыми технологическими компаниями шести университетских городков Финляндии была создана единая сеть, которая не только обеспечивает общение между компаниями, но и позволяет держать инвесторов в курсе процесса разработки инновационных решений, оценивать такие решения и отдавать их в коммерческую эксплуатацию. SITRA участвует в капитале примерно трети таких малых технологических компаний.

В рамках развития инфраструктуры инновационной экономики по инициативе SITRA был создан и центр консультационных услуг для софтверных компаний Source Code Finland Oy, которые стимулируют компаний, разрабатывающим программное обеспечение, разрабатывать и предоставлять тот продукт, который востребован на рынке, основываясь на результатах проводимых исследований. Специалисты этого центра проводят отбор компаний, которые стремятся к экспансии и имеют наработки, востребованные на рынке. При помощи этого центра компания выстраивает свой путь к успеху, глубже вникая в необходимые процессы, структуры и условия, которые нужно сформировать.

Еще одной частью SITRA является фонд региональных инвестиций Seed consortia. С 1999 года часть средств SITRA идет на участие в региональных проектов финансирования малого венчурного бизнеса путем финансирования части акционерного капитала (долговое финансирование). В дополнение к этому в региональных проектах партнерами SITRA являются также местные банки, финансовые группы, работающие с венчурным капиталом, региональных

венчурные инвестиционные фонды. Научные институты и технопарки, которые предоставляют консалтинговые услуги и поддержку венчурным компаниям направляют появляющиеся средства в Seed consortia и отвечают за создание бизнес-инкубаторов.

Стратегический подход SITRA к задачам построения инновационной экономики подтверждается и внедряемыми социальными инновациями, направленными на вовлечение в информационное пространство различных частей Финляндии (проект OSKU). SITRA следует стратегии рассеивания инноваций, их широкого распространения. Еще одной прогрессивной идеей организаторов программы стал проект работы в школах с целью формирования досуга и хобби для детей (MUKAVA). Основанием для начала такого проекта стал возрастающий риск отчуждения новых поколений от самой Финляндии. Таким образом планируется создание социального инновационного капитала Финляндии. Проект направлен на формирование активных и перспективных членов инновационного общества.

Таким образом можно сказать, что SITRA – это гораздо больше, чем просто посредник между участниками процесса внедрения и финансирования инноваций. Она играет активную роль в формировании нового коммуникационного пространства и инфраструктуры для того, чтобы внедрение инноваций не ограничивалось единичными проектами, а встало на поточные рельсы. Программе активно участвует в разработке стратегических подходов к развитию бизнеса, а также способствует кооперации между частными и публичными инвесторами не только национального, но и международного уровня. SITRA инвестировала свои средства в более, чем 20 венчурных фондов за пределами Финляндии (в Европе и США). Такая работа с зарубежными фондами позволяет получить информацию о том, каковы возможности Финляндии на международной арене. Такие контакты SITRA дают возможности оценить тенденции и направления развития технологий и наладить такие отношения, которые помогают национальным компаниям преуспеть. SITRA является членом Европейской ассоциации акционерного и венчурного капитала (EVCA) и многих других подобных организаций. SITRA представляет Финляндию в Европейском сообществе EuroTech Capital.

Опыт показывает, что компания может показать гораздо большие результаты, если имеет возможности привлечения внешних источников финансирования. Инвестиции с параметрами «правильное время - правильная



форма» могут резко ускорить рост рентабельность и стоимости компаний. Хотя венчурные инвестиции составляют лишь часть общего фонда финансирования компании, они позволяют оптимизировать структуру капитала компании, параметры ее устойчивости. В то же время такое участие, какое предлагает SITRA позволяет предпринимателю сохранять оперативный контроль в компании и не подрывать ее конкурентоспособность.

То, что предлагает SITRA предпринимателям можно представить как:

- 1) более десяти лет опыта работы с технологическими компаниями на ранних стадиях развития
- 2) инвестиций в более 200 финских высокотехнологичных компаний
- 3) возможности организовать коммуникации с инвесторами
- 4) долгосрочное финансирование
- 5) отраслевых экспертов, способных предоставить необходимую консультацию и доступ к требуемым государственным ресурсам
- 6) активное взаимодействие с другими подобными организациями
- 7) широкий спектр международных контактов
- 8) доступ к результатам собственных исследований и обучающим программам
- 9) широкий выбор инвесторов, что облегчает процесс поиска дальнейшего финансирования.

В заключение можно сказать, что SITRA – это гибкое и творческое образование, органично встроенное в общую систему мировоззрения государственных органов Финляндии. Программе полностью отвечает задачам перехода на инновационное развитие и целям выведения Финляндии уже к 2010 в тройку наиболее успешно развивающихся стран мира. Огромная роль SITRA в этом процессе подчеркивается и вниманием к ней, проявленном в официальном документе SITRA «Программе развития Финляндии до 2015 года». При чем стоит отметить, что документ не носит декларативный характер, а предусматривает реальный механизм участия всех правительственных органов и сетевых организаций различных уровней в процессе ускорения такого развития. Закладывается механизм постоянного совершенствования существующих

наработок, а также системы внешней оценки деятельности национальных организаций, в том числе SITRA. Упор делается на эффективное взаимодействие всех заинтересованных сторон с целью объединить усилия для достижения общей цели. Такой подход несомненно является долгосрочным. В рамках программы предусматривается проведение семинаров и круглых столов с представителями международного сообщества, в том числе из России.

Источник информации: [www.sitra.fi](http://www.sitra.fi)