

## Виды венчурных инвестиций в современных условиях мировой экономики

© 2011 Л.В. Левченко, Р.Р. Яфясов  
Самарский государственный экономический университет  
E-mail: raul.yafyasov@mail.ru

Целью статьи является характеристика наиболее успешных видов венчурных инвестиций. Для построения эффективной индустрии венчурных инвестиций в России необходимо опираться на опыт стран, разработавших свою модель инвестирования. Рассмотрены виды венчурных инвестиций с позиции их организации в различных странах, предложены условия развития данного направления в России.

*Ключевые слова:* венчурный бизнес, венчурные инвестиции, стартап, бизнес-ангелы, венчурные фонды.

Венчурный бизнес за последнее сорокалетие развился в мощную мировую индустрию и зарекомендовал себя как один из действенных инструментов финансовой поддержки и развития реального сектора экономики. Институт венчурного финансирования доказал свою эффективность в развитых странах. Успешный мировой опыт определяет роль государства и государственных программ поддержки развития венчурного предпринимательства (SBIC в США, Yozma в Израиле, SITRA в Финляндии и др.) как катализатора запуска самоподдерживающегося венчурного процесса. В мире не было стран, ставших на путь инновационного развития, где роль государства в формировании данного института была незначительна. В США венчурный капитал к 2007 г. превышал 60 млрд. долл. и продолжает расти ускоренными темпами, несмотря на финансовый кризис, предлагая возможности альтернативных инвестиций.

В настоящее время можно наблюдать различные подходы и модели поддержки венчурного бизнеса, которые использовали в своей истории разные страны, их достижения и ошибки. Можно привести несколько моделей, которые являются показательными с точки зрения успешности.

**США - SBIC (The Small Business Investment Company).** Рынок США характеризуется высоко развитой инфраструктурой венчурного инвестирования и является самым большим рынком венчурного капитала в мире. Наблюдается высокая активность и ведущая роль как частного бизнеса, бизнес-ангелов, так и пенсионных фондов и страховых компаний. В США накоплен уникальный опыт развития и ведения венчурного бизнеса. В стране действует развитая законодательная база, которая имеет почти 80-летнюю историю, используется широкий спектр инстру-

ментов: налоговых льгот, кредитов, гарантируемых займов. Программа Компании по инвестициям в малый бизнес или Small Business Investment Companies (SBIC) - уникальная программа государственно-частного партнерства, посредством которой с момента учреждения программы было осуществлено инвестирование в более чем 100 000 малых американских предприятий в объеме 48 млрд. долл.<sup>1</sup> SBIC - это учрежденные и управляемые частными лицами венчурные компании, лицензируемые Администрацией малого бизнеса или U.S. Small Business Administration (SBA) в целях предоставления этим компаниям инвестиций в акционерный капитал или предоставления долгосрочных займов. SBA была создана в 1953 г. как независимое агентство федерального правительства с целью оказания помощи, консультирования и содействия развитию проектов в сфере малого бизнеса<sup>2</sup>. Программа SBIC учреждена на основе принятого Американским Конгрессом в 1958 г. Акта об инвестициях в малый бизнес (the Small Business Investment Act). Указанный Акт был принят для предоставления компаниям малого бизнеса возможностей для роста и доступа к капиталу, не прибегая к услугам банков и иных частных источников. Минимальный размер капитала, необходимый для учреждения SBIC, - 5 млн. долл. - должен быть предоставлен квалифицированными частными инвесторами. Оставшийся капитал (добавочный) SBIC в трехкратном размере поступает от частного капитала, предоставляется SBA посредством продажи гарантированных SBA ценных бумаг. С момента учреждения в 1958 г. программой SBIC было распределено 46 млрд. долл. займов и инвестиций в акционерный капитал в более чем 99 000 малых американских предприятий с инвестициями в размере 2,9 млрд. долл. в 2007 г. Многие широко известные ком-

пании получили инвестиции SBIC на ранней стадии своего развития, включая Intel, Apple Computer, Callaway Golf, JetBlue Airways, Whole Foods Market, Palm Computing и др. Из ТОП-100 компаний последнего рейтинга 500 американских наиболее растущих компаний получили финансирование SBIC.

Малый бизнес, получавший финансирование SBIC в 2007 г., трудоустроил примерно 218 000 работников – в среднем по 95 чел. на компанию в момент осуществления инвестиций. SBIC играют важную роль, особенно в производственном секторе экономики, в процессе восстановления американской экономики после последней рецессии. В 2007 г. существовало 418 SBIC, действовавших в 46 штатах США.

**Израиль - YOZMA (Йозма).** Другой из наиболее успешных моделей запуска венчурной индустрии и переориентации экономики на инновационно-ориентированную модель является модель Израиля Yozma (что на иврите значит “инициатива”), во многом основанная на интеллектуальном потенциале российских ученых-эмигрантов. Модель предполагала создание государственного венчурного “фонда фондов” и последующее развитие 10 частных фондов с участием государства, каждый с капиталом 20 млн. долл. или более. Yozma была создана под руководством министерства промышленности и торговли Израиля. К фондам предъявлялись требования наличия хотя бы одного израильского партнера и одного американского или европейского партнера с опытом и репутацией в области венчурного инвестирования. При этом зарубежные коллеги обязывались обучать израильских специалистов, в то же время управление фондом должна была осуществлять израильская частная компания. Создаваемый фонд, прошедший конкурс, получал 8 млн. долл. из фонда Yozma (до 40 % от общего размера фонда). В случае успеха фонда была предусмотрена возможность выкупа доли государства по первоначальной стоимости инвестиции плюс небольшой доход при низкой процентной ставке. В рамках программы Фонда Yozma было создано 10 венчурных фондов. Наряду с этим существовал полностью государственный фонд - Yozma 1 Fund объемом 20 млн. долл., который сам напрямую инвестировал в компании на ранних стадиях развития (стартапы), который действовал с 1993 г. и в 1997 г. был приватизирован<sup>3</sup>. Шесть фондов были сформированы в 1993 г., в том числе Gemini, Star, Concord, Pitango, Walden & Inventec; один в 1994 г.: JVP; два в 1995 г.: Medica & EuroFund и один в 1997 г.: Vertex.

Программа Йозма послужила началом сильного процесса коллективного обучения. Конечными результатами реализации программы Yozma стали резкий рост инновационной активности в Израиле и расширение экспорта высокотехнологичной продукции. Общее число ежегодно создаваемых в Израиле компаний, использующих новые технологии, выросло с 300 в 1993 г. до 2000 к 2005 г. Объем высокотехнологичного экспорта увеличился с 2,2 млрд. долл. в 1991 г. до 11 млрд. в 2000 г.

Yozma имела большой успех. В течение первого года было сформировано шесть, а за три года все десять фондов с зарубежными партнерами, общие чистые инвестиции в них составили 250-256 млн. долл., из которых 80-100 млн. долл. было профинансировано Yozma, и они проинвестировали более 200 инновационных компаний. В дальнейшем капитал дочерних фондов Yozma возрос до 2,9 млрд. долл. за счет привлечения новых инвесторов и успешных продаж портфельных компаний, восемь из десяти фондов были выкуплены частными соучредителями. Число технологических компаний в стране превысило четыре тысячи. Израиль был успешно включен в мировой технологический бизнес<sup>4</sup>.

Благодаря реализации проекта Yozma на сегодняшний день Израиль имеет общепризнанные прочные позиции на мировом рынке венчурного капитала. Ежегодно в Израиле объем сделок в высокотехнологичные компании достигает 1,2 млрд. долл. в год.

**Финляндия - SITRA (Ситра).** В Финляндии также была выстроена одна из самых эффективных в мире систем венчурного финансирования, основой которой стал Национальный фонд исследований и развития Финляндии (SITRA). Фонд был создан в 1967 г. государством и в настоящий момент регулируется Парламентом Финляндии. Одной из его целей является поддержка инновационных компаний в Финляндии и других странах, в том числе посредством прямых инвестиций и инвестиций через венчурные фонды. Эта модель существенно отличается от модели, сложившейся в США. Главной составляющей финского успеха стало оптимальное взаимодействие государства, науки и частного бизнеса на основе выработки общих правил и согласования интересов.

SITRA финансирует те компании, для которых традиционный 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 следую-

шей 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<sup>5</sup>.

**Китай.** Структура отрасли венчурных инвестиций в Китае во многом уникальна и не имеет аналогов среди других развитых и развивающихся стран. Несмотря на то что с момента образования в Китае первого венчурного фонда прошло менее 20 лет, развитие венчурного бизнеса в этой стране впечатляет: по данным на 2008 г., в Китае насчитывается около 86 тыс. высокотехнологических предприятий, на которых трудилось около 5,6 млн. работников, совокупная выручка которых составила около 180 млрд. долл.

Начало развития инфраструктуры венчурного бизнеса было положено в 1978 г. программой "Четырех модернизаций", в 1979 г. последовала легализация иностранной инвестиционной деятельности на территории КНР, а в 1984 г. были дополнительно открыты еще 14 специальных экономических зон. В 1992 г. местными органами управления в Shenyang, Shanxi, Guangdong, Shanghai, Zhejiang создаются венчурные корпорации развития технологий. Однако к середине 90-х существовавшая тогда система проявила свою неэффективность. Исследователи Школы Экономики и Менеджмента Университета Цинхуа (Tsinghua University) выделяют две причины этого: во-первых, это недостаток финансовых ресурсов и, во-вторых, отсутствие эффективной системы конкурсного отбора перспективных проектов. Венчурных фондов, работающих на коммерческих основах, тогда не существовало.

В 1996 г. был принят закон, разрешающий создание таких венчурных фондов (Law Promoting the Industrialization of China's Technological Achievements). В этом же году китайское правительство создает свыше 20 государственных венчурных фондов, финансируемых местным правительством, и отправляет делегацию в США с целью изучения опыта организации венчурных инвестиций. Уже в следующем 1997 г. на рынке венчурных инвестиций появились первые иностранные игроки. Первыми инвестициями этих фондов стали вложения 18 млн. долл. в технологическую компанию AsiaInfo и 6,5 млн. долл. в ставшую первой китайскую венчурную ИТ-компанию, предшественницу Sohu.com. В последующие годы был принят ряд законов, об-

легчающих создание коммерческих и иностранных венчурных фондов в Китае<sup>6</sup>. Как указано выше, особенностью Китая была определяющая роль государства в формировании отрасли венчурных инвестиций. Выделим три направления, по которым государство воздействовало на развитие отрасли:

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

Главным источником финансовых ресурсов для венчурного предпринимателя выступают венчурные фонды - специализированные предприятия, предоставляющие на определенных условиях финансовые ресурсы для венчурных компаний и направленные, как правило, на извлечение прибыли. Все венчурные фонды, оперирующие в Китае, можно подразделить на четыре типа:

- государственные венчурные фонды;
- университетские венчурные фонды;
- корпоративные венчурные фонды;
- иностранные венчурные фонды.

Первый венчурный фонд, созданный в Китае министерством финансов совместно с Комиссией по науке и технологии в 1985 г., был государственным. Впоследствии, в первой половине 1990-х гг. роль и число государственных венчурных фондов заметно возросли, хотя подавляющее большинство из них, в отличие от первого фонда, создавались органами местного самоуправления. Данные фонды, как правило, испытывают дефицит квалифицированных управленческих кадров и ориентированы на прибыль в меньшей степени, чем фонды других типов. Хотя формально все фонды данного типа являются коммерчески-ориентированными, местные правительства зачастую волнуют цели, отличные от достижения приемлемой отдачи от инвестиций. Все это приводит к тому, что последние несколько лет доля государственных фондов в общем объеме венчурных инвестиций в Китае постоянно сокращается.

Венчурные фонды, созданные при университетах и научно-исследовательских институтах, в значительном количестве стали появляться начиная с 2000 г. Они имеют уникальную возможность взаимодействия и сотрудничества с элитой научных работников, работающих в университетах и НИИ. Именно эта возможность обеспечила успех таким фондам уже на начальной стадии их появления. Однако для этих фондов были характерны те же проблемы, что и у государственных венчурных фондов, главной из

которых выступает недостаток финансовых ресурсов. Возможным решением данной проблемы является сотрудничество фондов при университетах и НИИ с корпоративными и иностранными венчурными фондами в реализации совместных проектов на основе софинансирования. Корпоративные фонды в настоящее время представляют большинство венчурных фондов, оперирующих в Китае. К 2002 г. 132 публичные компании, или 11 % от общего объема зарегистрированных на бирже корпораций, инвестировали в такие венчурные фонды. Корпоративные фонды, как правило, имеют солидную финансовую базу, поддержку государства и более квалифицированные управленческие кадры, чем государственные и университетские венчурные фонды. Это позволяет фондам инвестировать крупные ресурсы в коммерчески выигрышные проекты. С другой стороны, корпоративные фонды не готовы инвестировать в особо рискованные и долгосрочные проекты по причине необходимости показывать высокие ежегодные финансовые показатели.

Наравне с корпоративными венчурными фондами иностранные венчурные фонды стали с момента их появления основным источником венчурных инвестиций в Китае. К концу 2001 г. 8 из 10 и 14 из 20 крупнейших венчурных фондов, оперирующих в Китае, были иностранными. Важнейшими достоинствами иностранных венчурных фондов являются солидная финансовая база, наличие квалифицированных менеджеров с большим опытом работы в венчурном финансировании и готовность брать на себя высокие риски и инвестировать в долгосрочные проекты. Недостаток знаний специфики ведения бизнеса в Китае отчасти компенсируется наличием китайских управляющих среди топ-менеджмента большинства иностранных венчурных фондов. При условии сохранения открытости экономики Китая для зарубежных инвесторов можно прогнозировать рост значимости иностранных венчурных фондов на рынке венчурных инвестиций страны. Так, «Интел» объявил 8 апреля 2008 г. о создании венчурного фонда размером 500 млн. долл. Intel Capital China Technology Fund II.

Анализируя существующие модели венчурных инвестиций, можно отметить, что в некоторых странах (в Канаде, Дании, Финляндии, Норвегии, Португалии, Испании, Швеции) средства для инвестиций передаются в специальные учреждения, как правило, аффилированные с организациями, занимающимися развитием бизнеса или промышленности, с требованием осуществления прямых инвестиций в новые, малые или

инновационные предприятия<sup>7</sup>. Фонды, находящиеся в государственном управлении, могут стать важным первоначальным источником капитала, который в состоянии содействовать накоплению инвестиционного опыта и постепенной передаче его в частный сектор. Фонды, специализирующиеся на высокорисковых инвестициях в компании ранней стадии развития, подходят для реализации этой задачи лучше всего. Когда рыночные механизмы только начинают формироваться, государственные фонды лучше всего использовать в качестве дополнительного элемента и поддержки. В этом отношении программы, задействующие государственные фонды, начали все больше привлекать менеджеров, ранее занимающихся частными инвестициями, либо посредством смещения акцента их деятельности к инвестированию из «фондов фондов» в закрытые фонды (Канада, Дания, Финляндия, Норвегия). Еще одним подходом к обеспечению государственного финансирования венчурных инвестиций стали случаи привлечения менеджеров, занимающихся частными инвестициями, и привлечение дополнительных частных средств. Типичный сценарий использования этого подхода выглядит следующим образом: правительство или правительственное учреждение выступает в качестве основного инвестора, предоставляя определенный процент капитала фонда. Такой подход в настоящее время стал особенно популярен в ряде стран: в Канаде, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Ирландии, Израиле, Великобритании, США и Казахстане (с 2006 г.), Латвии и России, а также в Европейском инвестиционном фонде. В рамках такого подхода правительство инвестирует как непосредственно в акционерный капитал, так и в субординированные займы.

Опыт реализации программы SBIC в США является наглядным доказательством востребованности структур, стимулирующих инвестиции в компании ранней стадии развития. На начальном периоде реализации этой программы необходимость обслуживания займов, предоставленных SBA участвующим инвестиционным компаниям, делала инвестиции в предприятия, неспособные обеспечивать поступление кассовой наличности, нецелесообразными. Переход от займов к участвующим привилегированным ценным бумагам с отложенной выплатой процентов на ранней стадии в обмен на последующее участие в прибыли явил собой значительное продвижение к посевным инвестициям.

Израильская программа Йозма представляет собой еще один пример методов стимулирования потенциала роста венчурных фондов: каж-

дый фонд получал опцион на покупку правительственных паев на период до 5 лет начиная с момента основания фонда. Подобным образом недавно запущенные программы в Великобритании (Энтерпрайз Кэпитал Фандз), Латвии (Латвийское агентство по гарантированию инвестиций) и России (Российская венчурная компания) ограничивают доходность правительственных паев, передавая фактически весь излишек инвестиционным менеджерам и ограниченным партнерам. Такие соглашения обеспечивают асимметричное распределение дохода от успешных инвестиций, делая их более соизмеримыми с высокими рисками инвестирования в компании на ранней стадии развития.

Таким образом, можно сделать вывод, что практика использования различных механизмов и институтов действует практически по всей Европе, и наша страна не может не учитывать достижения этой практики для определения уникальной российской модели<sup>8</sup>. Наряду с рекомендациями в отношении деталей различных моделей, важное значение имеют и общие правила построения государственной политики в области создания института венчурного финансирования:

1) цели политики, связанные с финансированием инноваций, должны быть реалистичны, они должны принимать во внимание преобладающие фоновые условия в отношении четырех стадий цикла финансирования инновационных разработок и учитывать связи между различными факторами спроса и предложения;

2) цели политики должны быть конкретными: необходимо конкретно указывать типы предприятий, которые должны получить поддержку: инновационные, вновь созданные (стартапы), на стадии роста, успешные и т.д. Каждый тип пред-

приятий предполагает разные перспективы привлечения частных инвесторов;

3) изучение опыта других стран и, следовательно, реализация программ, успешно осуществленных в этих странах, зависят от того, четко ли инвесторы понимают, в чем заключались действия, предпринятые в прошлом, и в чем заключается историческое наследие инновационных возможностей и развития рынка;

4) государственные программы показывают наилучшие результаты тогда, когда они являются вспомогательным элементом, содействующим рыночным механизмам, связанным с финансированием инновационных разработок. Правительствам удастся лучше формировать параметры, в рамках которых частные инвесторы принимают решения, посредством предоставления соответствующих стимулов, чем принимать решения самим.

Решения о прямом инвестировании бюджетных средств, принимаемые правительствами, должны осуществляться децентрализованно, с привлечением учреждений, тесно связанных с объектами инвестиций, и предпочтительно в отношении проектов на самой ранней стадии развития.

<sup>1</sup> Лирмян Р.А. Мировой опыт использования механизма венчурного финансирования инновационных процессов // Экон. науки. 2007. □ 8 (33). С. 135.

<sup>2</sup> URL: <http://www.sba.gov/INV/venture.html>.

<sup>3</sup> URL: <http://www.yozma.com/success/>.

<sup>4</sup> Ibid.

<sup>5</sup> URL: <http://www.sitra.fi/>.

<sup>6</sup> Лирмян Р.А. Указ. соч. С. 135.

<sup>7</sup> Еранов А.И. Особенности венчурного финансирования // Экон. науки. 2007. □ 7 (32). С. 50.

<sup>8</sup> Амосов Ю. Как поднять российский венчур // Эксперт. 2003. 14 нояб. □ 44 (380). С. 77-81.

Поступила в редакцию 02.03.2011 г.