

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАУК

**ИНСТИТУТ НАУЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ
ПО ОБЩЕСТВЕННЫМ НАУКАМ**

**ЭКОНОМИЧЕСКИЕ
И СОЦИАЛЬНЫЕ
ПРОБЛЕМЫ
РОССИИ**

1-01

**ВЕНЧУРНОЕ
ФИНАНСИРОВАНИЕ:
МИРОВОЙ ОПЫТ**

СБОРНИК НАУЧНЫХ ТРУДОВ

**МОСКВА
2001**

Серия

«Экономические и социальные проблемы России»

**Центр социальных научно-
информационных исследований**

Отдел экономики

Редакционная коллегия:

В.А. Виноградов – академик, председатель;
Н.А. Макашева – д-р экон. наук, зам. председателя;
В.С. Автономов – член- корреспондент РАН;
И.Е. Дискин – д-р экон. Наук (ИСЭПН РАН);
В.Е. Маневич – д-р экон. Наук (ИПР РАН);
Н.Л. Полякова – канд. филос. наук (МГУ).

С 69

Редактор и составитель выпуска –
канд. экон. наук *И.Г. Минервин*

Венчурное финансирование: мировой опыт: Сб. обзоров / РАН. ИНИОН. Центр социальных науч.-информ. исслед. Отд. экономики; Отв. ред. и сост. Минервин И.Г. – М., 2001. – 8 л. – 102 с. (Экономические и социальные проблемы России / Редкол. сер.: Виноградов В.А. – председатель и др.; 2001, 1.)

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	4
<i>К.О. Пинюгин.</i> Венчурный капитал и система венчурного финансирования	12
<i>К.О. Пинюгин.</i> Особенности венчурного капитала в Японии	42
<i>К.О. Пинюгин.</i> Венчурный капитал в Европе	60
<i>Л.А. Зубченко.</i> Организация рынка ценных бумаг для венчурных предприятий во Франции	70
<i>Л.А. Зубченко.</i> Рейчер С. Формирование европейского рынка венчурного капитала Raicher S. Un marche de plus en plus europeen // Banque magazine. - P., 1999. - № 601. - p. 28-29.....	77
<i>В.И. Шабеева.</i> Бел М.Г. Венчурный капиталист или «бизнес-ангел»: сравнительные преимущества Bell M.G. Venture capitalist oder angel - welcher kapitalgeber stiftet grosseren nutzen? // Bank. - Koln, 1999. - № 6 - s. 372-377.....	80
<i>К.О. Пинюгин.</i> Состояние и перспективы венчурного финансирования в России.....	88

ПРЕДИСЛОВИЕ

В ряду проблем, стоящих перед российской экономикой, видное место, безусловно, занимает проблема источников капитала для финансирования инновационных предприятий мелкого и среднего масштаба, прежде всего, на стартовых этапах и особенно в сфере наукоемких производств. Отсюда задача не только поворота финансово-кредитных учреждений лицом к реальному сектору экономики, но и развития таких элементов современного рыночного хозяйства, как инвестиционное финансирование, венчурный капитал и аккумулирующие его фонды, рынок акций для малых и средних предприятий.

В рамках рыночной экономики венчурный капитал может быть рассмотрен с двух сторон: со стороны спроса - как источник стартового капитала и капитала развития, оказывающий существенное влияние на инвестиционный процесс, и со стороны предложения - как форма обеспечения сферы выгодного приложения капитала, готового к принятию повышенного риска. Для России в условиях формирования рыночной экономики при резком падении объемов инвестиций и крайнем дефиците источников финансирования первостепенное значение имеет первая группа проблем, связанная с удовлетворения инвестиционного спроса.

Говоря предельно кратко, можно сказать, что причинами развития венчурного финансирования в странах развитой рыночной экономики послужили два фактора: наличие капитала, ищущего высоко прибыльного применения ценой повышенного риска и потребность в таком капитале, предъявляемая со стороны инновационного предпринимательства. Развитие с 70-х годов в США, а затем и в других странах, новой формы ссудного капитала - венчурного (рискового) финансирования небольших предприятий, главным образом ориентирующихся на разработку новой продукции и технологии способствовало массовому росту предпринимательства.

Бурное развитие венчурных форм финансирования в конце XX века во многом связано с ускорением темпов научно-технического прогресса. Неслучайно, что пионером в этой области явились США, где венчурное финансирование послужило ответом на потребности экономики, лидирующей в этой области, с одной стороны, и важным фактором формирования новой экономики - с другой. Кроме того, принципиально отличаясь от банковского кредита и играя роль

важнейшего источника фондов финансирования предпринимательства, венчурный капитал, по всей видимости, послужил одним из факторов, определивших рост значения рынка капиталов и новых форм финансирования, потеснивших традиционную кредитно-финансовую сферу.

Венчурный капитал образуется за счет различных финансовых источников: средств крупных корпораций и банков, страховых компаний, пенсионных и благотворительных фондов, а также личных сбережений, и поступает к предпринимателям различными путями: посредством прямых капиталовложений в предприятия отдельными инвесторами, через специальные инвестиционные компании, небольшую часть его мелкие фирмы получают от государства в виде субсидий. В большом числе случаев, прежде всего в наукоемких отраслях, венчурный капитал является важной формой акционерного капитала. Обычно венчурные инвесторы вкладывают средства в новое предприятие в обмен на долю в его акционерном капитале, которую они получают после того, как оно становится акционерной компанией.

В последние десятилетия, с одной стороны, происходило активное проникновение в мелкий инновационный бизнес ученых-предпринимателей, а с другой - появилось большое количество финансистов, желающих вложить свой капитал в новые перспективные области прикладной науки и производства. Рост масштабов венчурного финансирования связан с ростом независимых частных фондов венчурного капитала. Привлеченные возможностью высоких прибылей, они стали важным источником средств для мелких исследовательских фирм, в том числе и на ранних стадиях их роста.

Хотя примеры рискованного финансирования были и в прошлом, впервые в таких размерах венчурный капитал возник в США именно с целью финансирования мелких инновационных фирм, чья деятельность связана с повышенным риском. Венчурный капитал сосредоточивается в новых быстрорастущих и, как правило, наукоемких отраслях, где есть возможность расширения рынка. Так, инвестиции в электронику, включая техническое и программное обеспечение компьютеров, согласно оценкам, составляют 75% всех венчурных капиталовложений.

В США 80-е годы отличались бурным ростом масштабов венчурного финансирования. К концу десятилетия активы венчурного капитала достигли 30 млрд. долл., в этот период насчитывалось примерно 600 активных фондов венчурного капитала, а максимально высокий годовой уровень инвестиций венчурного капитала составлял 4

млрд. долл. Впоследствии, несмотря на некоторое снижение этих показателей в начале 90-х годов, объяснявшееся, по мнению специалистов, рядом общеэкономических факторов, наблюдался новый всплеск высоких темпов роста объемов венчурного финансирования. Так, в 1995 г. годовой уровень инвестиций венчурного капитала вновь превысил 4 млрд., а в 1997 г. – 9 млрд. долл. В процентном отношении активы венчурного капитала формировались из следующих источников (данные 1996 г.): пенсионные фонды – 55%, корпорации – 19, венчурные фонды – 11, личные и семейные сбережения – 7, банки и страховые компании – 3, иностранные инвесторы – 2%.¹ В то же время началось масштабное расширение венчурного финансирования в Западной Европе, где уже в середине 1980-х годов годовые темпы роста венчурного капитала составляли 38%, а его объем – около 5 млрд. ф.ст. В настоящее время в таких странах, как Великобритания, Франция, ФРГ, Япония, эта форма финансирования инновационного бизнеса с помощью венчурного капитала также принимает значительные масштабы.

Некоторые американские и западноевропейские фирмы венчурного капитала ведут международные операции, создают в зарубежных странах мелкие исследовательские компании и используют результаты их деятельности. В США накоплен значительный опыт управления и создания коммуникационных сетей, связывающих венчурные фонды между собой, повышающий эффективность функционирования венчурного капитала. По примеру американских венчурных компаний, европейцы стремятся создавать венчурные фонды, способные участвовать в управлении финансируемыми венчурами, предоставляя кроме финансовых ресурсов также консультационные услуги по управлению, финансовому анализу, маркетингу.

Процесс венчурного финансирования складывается из нескольких стадий в соответствии с этапами реализации проекта. Важнейшей его функцией является финансирование начальных этапов проекта, обычно продолжающихся 1-2 года, когда идет разработка нового изделия, изучение его рыночных возможностей. В США объем вложений в стартовые предприятия достигал в среднем 1,5-2 млн. долл. в одну фирму, хотя размеры финансирования могут колебаться от 1 млн. до 100 млн. долл. в зависимости от финансируемого этапа развития предприятия.

¹ Statistical abstracts of the United States 1998. – Wash., 1998. – P. 555.

Практика показала необходимость участия венчурного капитала на всех начальных этапах развития фирмы, причем на этапах, следующих непосредственно за стартовым, эта потребность еще более усиливается, так как в период подъема фирмы, но до достижения ею стадии зрелости требуется гораздо больше инвестиций, чем на первоначальных этапах, и эта сумма, как правило, значительно превышает сумму всех средств, имеющихся у первоначального основателя и инвестора фирмы. В случае высокотехнологических фирм венчурные капиталисты вводят в финансовое партнерство "капиталистов развития" (development capitalists) и инвестиционных банкиров для оказания поддержки при размещении ценных бумаг.

Значительную роль в увеличении масштабов венчурного капитала в США играют специализированные инвестиционные компании мелкого бизнеса (SBIC), представляющие собой частные компании, работающие в рамках государственных программ и пользующиеся гарантией на обеспечение мелких фирм долгосрочными займами, главным образом, на цели создания и развития новых перспективных предприятий. Их деятельность контролирует и опекает специальный государственный орган - Администрация по делам мелкого бизнеса.

Важную роль играет также управленческий фактор роста венчурного капитала. В процессе венчурного финансирования преобладающее значение имеет не столько сам механизм инвестирования в новые венчуры, сколько обеспечение квалифицированного исследования перспектив новой продукции, технологии или внедряемой стратегии управления.

Уже с самого начала возникновения и роста венчурного капитала стало ясно, что одного желания организовать новое дело даже при наличии необходимых средств недостаточно. Понадобились новые люди, способные умело распоряжаться огромными суммами, профессионалы, имеющие хорошую подготовку в области управления. Так появились относительно молодые, высококвалифицированные, профессиональные "венчурные капиталисты". Часто они играют решающую роль в качестве посредников между новаторами, желающими создать небольшие инновационные предприятия, и инвесторами. Во многих случаях они входят в совет директоров нового предприятия. Нередко опытный венчурный капиталист помогает одновременно 20-40 фирмам. Работая в совете директоров, он не только наблюдает за эффективностью использования вложенного капитала, но и способствует укреплению деловых контактов, улучшению конкурентных позиций предприятия.

Венчурные инвесторы в своих взаимоотношениях с финансируемыми компаниями, как правило, стремятся учитывать "предпринимательский фактор", т.е. уровень квалификации, способности, опыт работы, личные характеристики предпринимателей. При принятии предложенного проекта к финансированию учитываются не только финансовое состояние, деловой проект или рыночные параметры венчурного предприятия, но и - в качестве главного критерия - уровень квалификации, опыт работы, способности и знания предпринимателя.

Это связано с тем, что развитие всякого предприятия, особенно на раннем этапе, связано с деятельностью предпринимателя-инициатора. На этом этапе предприниматель нередко обладает только лишь новаторской идеей и ищет помощи венчурного инвестора для разработки предполагаемого нововведения, делового планирования и открытия предприятия. Наличие и взаимодействие различных факторов: с одной стороны, предпринимательских способностей, опыта работы и квалификации, с другой - отличительных особенностей, новизны предлагаемого проекта, рыночные позиции которого можно сохранить в течение определенного периода времени, составляет механизм защиты нового венчура в условиях конкурентной борьбы.

В качестве важных критериев, используемых венчурными капиталистами для оценки поступающих предложений о финансировании, фигурируют: опыт работы предпринимателя в отрасли; взаимоотношения с поставщиками и потребителями; целеустремленность; способность управлять и контролировать работу венчура в течение значительного периода времени и по всем аспектам; способность формировать и возглавлять кадровый состав предприятия, отношение к риску и неопределенности. Венчурные инвесторы, в свою очередь, кроме капитала и финансовой поддержки новой компании обеспечивают экспертизу новшества и будущих рынков сбыта, посвящают значительное время "выращиванию" венчура.

Основным вкладом механизма венчурного финансирования в развитие новых компаний прежде всего является обеспечение финансовых средств в условиях трудности кредитования новых высокорискованных предприятий со стороны кредитно-финансовых учреждений. В этом смысле, основной и главной функцией венчурного капитала в целом стало финансовое обеспечение создания и развития новых венчуров. Но не менее важным аспектом участия венчурных инвесторов в развитии новых предпринимательских фирм представляется осуществление принципа разделения риска, связанного с

разработкой, внедрением или использованием нововведений. Участие венчурных капиталистов в процессе "выращивания" предпринимательской фирмы, предоставляя возможность финансового обеспечения и разделения риска, увеличивает потенциал управления предприятием.

Конкретная помощь венчурных капиталистов на стадии становления предприятия может заключаться в составлении бизнес-плана предприятия; установлении связей и контактов с банкирами, другими инвесторами (пенсионные фонды, страховые компании, взаимные фонды, благотворительные организации, иностранные инвесторы и др.), юристами; помощи в формировании кадрового состава и отборе кадров и других направлениях деятельности предприятия. Кроме того, сотрудничество с опытным и авторитетным профессионалом рынка венчурного капитала может повысить авторитет растущего венчура и доверие к нему поставщиков и потребителей, других потенциальных клиентов.

Могут быть выделены пять основных видов контрактов о венчурном финансировании между предпринимателем и инвестором: 1) договор о разделении риска (sharing agreement), определяющий позицию каждой из сторон по отношению к фактору риска; 2) соглашение о распределении прибыли фирмы (earnout agreement); 3) соглашение, содержащее условие выкупа фирмы предпринимателем (buyout option) в будущем на основе выплаты им заранее определенной фиксированной суммы средств; 4) соглашение, содержащее требования к управленческим и производственным результатам функционирования предприятия (performance requirement); 5) соглашение о будущем финансировании предприятия (future financing), согласно которому стороны договариваются о финансировании инвестором первого этапа роста венчура, при этом за ним сохраняется право отказа от последующего финансирования.

Если рост фирмы осуществляется при непосредственном участии и поддержке венчурного инвестора, то взаимоотношения между ним и предпринимателем строятся на основе двух видов договоров - о распределении прибыли фирмы и определении права выкупа фирмы предпринимателем. При этом, принимая конкретное предложение к финансированию, венчурный инвестор диктует цену сделки, а при соглашении о распределении прибыли он ориентируется на цель максимизации своей доли в будущих доходах. Договор о разделении риска предназначен для пропорционального распределения как доходов,

так и убытков венчура. При определении цены сделки применяется метод расчета текущей стоимости (дисконтирования) величины ожидаемой прибыли на инвестиции.

Представляют интерес и такие характерные способы венчурного финансирования, как корпорационные венчуры, "управленческие выкупы" и "внешние выкупы".

Корпорационные венчуры представляют собой способ финансирования внутреннего предпринимательства, а также партнерства мелких и крупных фирм в процессе роста или диверсификации сфер деятельности. Среди корпорационных венчуров выделяются различные способы предоставления самостоятельности инициативным предпринимателям в рамках корпорации (spin-off) и учреждения новых мелких фирм (spin-out). В США форма корпорационных венчуров получила широкое распространение во многом благодаря партнерству с венчурными капиталистами, фондами венчурного финансирования. В случае spin-out соинвесторами организации выступают опять-таки венчурные капиталисты при гарантии предпринимательской свободы со стороны корпорации. Участие этих инвесторов в корпорационных венчурах может состоять во включении корпорации в число их "портфельных" компаний; инвестировании отделения от корпорации проектной группы или мелкого предприятия; совместной деятельности с предпринимателями-новаторами на начальных фазах инвестиционного цикла.

Другая форма инвестиций из фондов венчурного капитала - "управленческие выкупы" (management buy-outs), т.е. выкупы фирмой (ее менеджерами) доли ее капитала, принадлежащего внешним инвесторам. В большинстве случаев эти операции финансируются за счет кредитов финансовых институтов, хотя в некоторых случаях выкупы могут финансироваться также и из собственных средств группы высших управляющих, а иногда и большой группы работников. Такие операции широко развиты в США еще с начала 1950-х годов, в Европе они стали развиваться лишь в 1980-х годах. Главное преимущество финансирования выкупов с точки зрения венчурного капитала состоит в относительно низкой степени риска по сравнению с инвестициями в наукоемкие стартовые компании, хотя именно эти компании являются объектами большинства выкупов.

"Внешние выкупы" (buy-in) на первый взгляд аналогичны по форме и структуре "управленческим выкупам", однако эти операции существенно отличаются своим происхождением и более высоким

уровнем риска. Главное отличие в том, что внешние выкупы исходят не от собственной управленческой группы, а основываются на стратегии внешних менеджеров или группы менеджеров по отношению к собственникам данной компании. При этом новое управление, вторгаясь в собственность, меняет прежнюю деловую и управленческую стратегию компании, что отличает эту форму от слияния и приобретения. Возможно также превращение ее в совершенно иную компанию под контролем новых менеджеров. Общим является то, что операции по внешнему выкупу компаний также осуществляются с участием венчурных капиталистов в качестве "финансовых инженеров".

Опыт стран с развитой рыночной экономикой, рассмотренный в предлагаемом вниманию читателей сборнике, свидетельствует о положительном влиянии венчурных форм финансирования на динамику экономического роста и занятости. Неслучайно, что страны Западной Европы и Япония предпринимают меры по стимулированию развития венчурного капитала, пользуясь опытом США в этой области.

Нет сомнения, что изучение этого опыта будет полезным при решении задач выхода российской экономики на пути ускоренного развития.

При этом следует отметить, что в России имеется набор факторов, необходимых для развития венчурного бизнеса. Это прежде всего высокий научно-технический и кадровый потенциал, а также и потенциал предпринимательской активности, сдерживаемый рядом препятствий, связанных с несовершенством нормативной базы, бюрократией и коррупцией. Что касается ресурсов капитала, то и здесь факты, в частности оценки масштабов частного капитала, размещенного вне страны, говорят о наличии существенного потенциала. Определенную стимулирующую роль в этом направлении, безусловно, должно сыграть государство. Создание благоприятного инвестиционного климата будет способствовать резкому росту объемов венчурного финансирования российской экономики. При этом наилучшие перспективы открываются при использовании, прежде всего, внутренних источников венчурного финансирования и использования его форм для развития инновационных производств и технологий XXI века.

И.Г.Минервин

ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ И СИСТЕМА ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Значение венчурного капитала для современной экономики

Традиционно принято связывать венчурный капитал с мелкими фирмами, действующими в наукоемких производствах. Безусловно, основная масса венчурного капитала направляется именно в эту сферу. Впервые понятие венчурного капитала возникло в США с созданием в 1946 году в Бостоне Американской корпорации по исследованиям и разработкам - фонда, одним из самых удачных вложений которого стало финансирование фирмы DEC. Тем не менее, подобные схемы имеют принципиальное значение и в других областях бизнеса, где у предпринимателя появляется новая идея, не связанная с научными разработками.

Национальная Ассоциация венчурного капитала США дала такое определение понятию “венчурный капитал”: “капитал, обеспеченный профессионалами в данной области, которые оказывают поддержку по линии менеджмента молодым, быстро развивающимся компаниям, имеющим значительный потенциал конкурентоспособного развития ” (33).

При определении понятия “венчурный капитал” необходимо, прежде всего, отталкиваться от этимологического смысла слова “венчур” (“рискованное предприятие”), означающего ту или иную степень риска при инвестировании капитала. Риск заключен не только в возможной абсолютной, но и, применимо к альтернативным вариантам инвестирования, относительной убыточности проекта для потенциального инвестора. По словам К.Эрроу, в обществе, где “исчисленный риск подменяет собой традиционную фортуна”, следует учитывать и “психологические значения выигрышей” при большей или меньшей склонности инвестора к риску (15, с. 222). Индивид сталкивается не с рисками, порожденными его экономическим окружением, но с таким понятием, как неопределенность при невозможности ее эмпирического исследования. Действительно, можно ли было лет 15 назад назвать рационально действующей фирму по производству холодильников, вкладывавшей средства в проект создания газа - заменителя фреона?

При рассмотрении роли венчурного капитала в современной экономике можно выделить несколько основных моментов.

Во-первых, компании, действующие в сфере венчурного бизнеса, создают не только новые рабочие места, но и новые профессии, которые будут востребованы в будущем. Достаточно вспомнить компании, которые возникли в результате применения венчурного финансирования, прежде

всего, действующие в сфере компьютерных и информационных технологий, такие как Apple, DEC, Data General, Federal Express, Cisco (производство сетевых маршрутизаторов), AOL (интернет-провайдер), Amazon (лидер в сфере электронной торговли).

Венчурный капитал позволяет обществу совершить технологический прорыв в будущее. В результате деятельности венчуров появились целлофан и застежка “молния”, турбореактивный двигатель и инсулин, кинескоп и микропроцессор, многие другие вещи, ставшие частью нашей повседневной жизни. Современные исследования в области компьютерных технологий позволяют предположить, что уже в начале 21 века получат широкое распространение такие современные научные разработки, как нанотехнология, аватары (создание виртуального образа пользователя по своему усмотрению), генетический алгоритм (своеобразная “борьба за выживание” решений определенной проблемы, в результате которой выживают самые “эффективные”) и другие. Наконец, научные разработки венчуров оказывают большое влияние на развитие других секторов экономики (spillover effects). Следует также заметить, что в отличие от крупных корпораций мелкие фирмы, действующие в сфере венчурного бизнеса, не стараются юридически закрепить за собой результаты своей деятельности и не ограничивают их использование другими компаниями.

Роль венчурного капитала проявляется и в процессах перестройки организационной структуры предприятия, которая должна вестись с учетом изменений внутренних и внешних условий управления. Создание “венчуров” позволяет в достаточной степени преодолеть такой негативный момент в развитии компании, как стагнация на управленческом уровне, когда происходит бесцельное раздувание штатов, дублирование функций отделов, отсутствие координации деятельности между ними и т.д. Подобный механистический подход к управлению нередко приводит к серьезным отрицательным последствиям, и не только чисто экономическим. Руководитель правительственной комиссии по расследованию причин аварии на атомной электростанции “Тримайл Айленд” в Гаррисберге (США) Дж. Кемени указывал, что “катастрофа была связана, главным образом, не с техническими недоработками, а с ошибками и неподготовленностью персонала к действиям в экстремальных условиях, неадекватностью иерархической громоздкой системы управления, недостаточными полномочиями работников и менеджеров для принятия решений” (2, с. 13).

Инвестор (“венчурный капиталист”), как правило, не преследует цели получения прибыли в краткосрочном периоде. В практике венчурного

финансирования после достижения поставленных целей может быть осуществлен так называемый “выход из бизнеса” (exit) путем продажи акционерного капитала. В то же время, как отмечают многие исследователи, возникают и негативные моменты в виде стремления со стороны рискоинвесторов как можно скорее приступить к выпуску новой продукции с целью получения максимальной прибыли в ущерб научно-исследовательской части проекта.

Следует отметить широкую базу формирования венчурного капитала. Его участниками выступают как крупные корпорации и банки, пенсионные фонды и страховые компании, государство, так и университеты, некоммерческие организации, частные лица. Например, на основе сотрудничества Чикагского университета, Аргонской национальной лаборатории и Аргоно-Чикагской корпорации был создан фонд венчурного капитала с объемом средств более 8,5 млн. долл.. Значительную часть работы в этом фонде взяли на себя 40 студентов-добровольцев, обучающихся в школе бизнеса Чикагского университета. Они помогают оценить новые технологии, провести экономический анализ, составить первые бизнес-планы для начинающих свою деятельность мелких новаторских фирм.

Несомненно, одним из главных факторов подобных изменений является ускорение научно-технического прогресса. Периоды между рождением новой технологии, ее практическим использованием в производстве и распространением в обществе, главным образом, вследствие курса на коммерциализацию новых идей, резко сократились. Причем трудо- и капиталоемкие производства уступили свое место производствам наукоемким. Если человечеству понадобилось 112 лет для освоения фотографии и 56 лет для применения концепции телефонной связи, то соответствующие сроки для радара, телевидения, транзистора и интегральной микросхемы составляют 15, 12, 5 и 3 года (5, с. 109).

Венчурный бизнес, неразрывно связанный с научно-техническим прогрессом, является одним из признаков экономических и социальных изменений в обществе, которое принято называть “информационным” или “постиндустриальным” обществом, в котором основным потребляемым благом становится знание, ресурс неисчерпаемый и самовоспроизводящийся, что само по себе уже не соответствует базовым маржиналистским принципам экономической теории. Тем не менее, ограниченным ресурсом остается интеллект, способность приложения знаний, несмотря на то, что создание мощной информационной инфраструктуры распространения знаний по всему миру делает их

доступными для большинства населения. В этих условиях венчурный капитал является сферой приложения сил представителей общества, наиболее способных как в научной области, так и в области менеджмента. С другой стороны, абсолютизация роли научно-технического прогресса в экономике приводит к завышению оценок его дальнейших перспектив. По мнению К. Эрроу, “невообразимые цены акций новых фирм, собирающихся использовать технологию рекомбинаций ДНК, несомненно, связаны с формулировкой перспектив в терминах технологических возможностей, а не в терминах ожидаемой прибыли” (15, с. 224).

Одним из важных факторов развития системы венчурного капитала в мировой экономике за последние два десятилетия следует признать изменения в модели современного предприятия. Во-первых, жесткая вертикальная структура предприятия через развитие горизонтальных связей постепенно сменилась моделью, которую можно условно обозначить как “производственная сеть” (enterprise web), основанная на децентрализации управления и договорных отношениях между “модулями” корпорации (16, с. 33). С ростом инновационной деятельности оказалось, что НИОКР более эффективно разрабатывать и внедрять на основе децентрализованных подразделений, чем головных научно-исследовательских служб. Во-вторых, инновационной направленности производства противоречила ориентация отделений на краткосрочные экономические показатели. Кроме этого, предлагаемые новаторские предложения могут, на первый взгляд, не укладываться в рамки производственной политики компании. Показателен пример с фирмой Хьюлетт-Паккард, когда один из ее управляющих предложил руководству заняться разработкой электронного оборудования для производства биотехнологической продукции. Предложение было отвергнуто как не соответствующее продуктовой специализации компании. Его автор ушел из компании и на средства, полученные от венчурного фонда, создал свою фирму. Только спустя три года Хьюлетт-Паккард совместно с корпорацией Джининтек начала пробиваться на перспективный рынок вышеупомянутой техники. Любое новаторское предложение связано с определенным риском, но, несмотря на это, компании решаются на этот риск. Отсюда развитие организационных форм так называемого внутреннего предпринимательства (“интрапренерства”). Например, в корпорации 3М членам внутренних рискованных подразделений, которые формируются на добровольной основе, гарантируется прежний статус и оклад, если проект окажется убыточным. В японской компании “Конашироку” новаторы, потерпевшие неудачу, награждаются почетным жетоном за проявленную инициативу. К этому стоит добавить, что из 58 крупнейших изобретений 20-

го века, сделанных в США и Западной Европе, не менее 46 принадлежали одиночкам, мелким фирмам, людям, не добившимся признания в своих организациях.

Создание технократической прослойки, постепенная утрата бюрократией, в ее классическом понимании, своих позиций, по крайней мере, на уровне предприятия, способствует мобильному развитию новых компаний. Наличие профессиональных специалистов в различных областях бизнеса позволяет предпринимателю реально оценить риски (рыночные, технологические, финансовые, связанные с менеджментом), с которыми предприниматель может столкнуться. Но, возможно, главный результат всех этих изменений заключался в росте предпринимательства в развитых странах. В США в 1987 году занятость на 7 миллионах малых фирм росла в три раза быстрее, чем занятость в 500 крупнейших корпорациях. Подавляющее большинство из двух миллионов человек в США, обладавших в 1993 году состояниями, превышающими миллион долл., достигли успеха в результате развития созданных ими фирм (24, с.10). Среди причин предпринимательского бума на Западе особо следует выделить роль государства как проводника “идеологии предпринимательства”, его политика, направленная на рост масштабов и прибыльности частного предпринимательства.

Масштабы развития венчурного капитала в США представлены в таблице 1.

Таблица 1.

Совокупный объем инвестиций венчурного капитала США с 1990 по 2000 гг. (33).

Год	Кол-во инвестируемых компаний	Объем инвестиций (млн.долл.)
1990	1316	3253.59
1991	1086	2429.80
1992	1291	5053.69
1993	1150	4903.88
1994	1186	5252.48
1995	1321	5456.70
1996	1998	11178.40
1997	2697	17405.91
1998	3153	21687.22
1999	3962	59531.01

1 пол. 2000	3515	54717.31
-------------	------	----------

Механизм и основные этапы венчурного финансирования

Довенчурный этап развития бизнеса

В начале XX века 80% изобретений патентовалось изобретателями-одиночками, и только 20% корпорациями. К концу века ситуация диаметрально изменилась (26, с. 337). Теперь первоочередной целью предпринимателя, действующего в сфере венчурного бизнеса, является создание своей фирмы, способной заинтересовать потенциальных инвесторов: банки, корпорации, частных лиц, венчурные фонды, государственные организации поддержки малого бизнеса и т.д. Формы поиска партнеров по бизнесу могут быть самыми разнообразными. Так, в журнале "Venture", издаваемом в США, существует традиционный раздел, называемый "100 идей", в котором публикуются приглашения к совместному бизнесу, касающиеся, в основном, инновационной деятельности, в частности, и на потребительском рынке. В приглашениях обычно кратко формулируется суть идеи (усовершенствование известного продукта, новые технологии), а также цена за единицу продукции, приблизительный объем продаж, важный также и для обеспечения долгосрочного роста компании. Рассчитать этот показатель бывает достаточно сложно, если новая технология влечет за собой создание нового рынка сбыта. Как показывает практика, потенциальный рынок должен быть дифференцированным и достаточно емким по объему.

Отдельно стоит проблема собственности на новую технологию. С одной стороны, защищенность прав на нее может снизить риск инвестора при вложениях в новую компанию. С другой стороны, предпринимателю, владельцу разработки, начинающему деловое сотрудничество с инвестором, также важно защитить свою интеллектуальную собственность, чтобы не стать жертвой копирования. В США независимые изобретатели имеют возможность обращаться в оценочные центры при университетах (university evaluation centers) или в маркетинговые компании, работающими с независимыми изобретателями (private invention marketing companies). Столкновение со сложной системой патентования и лицензирования заставило одного из таких независимых изобретателей воскликнуть: "Если бы Томас Эдисон столкнулся с тем, через что прошел я, мы бы до сих пор использовали керосиновые лампы вместо электрических" (17, с. 35). В некоторых случаях заключается лицензионное соглашение с крупными компаниями,

в котором желательно присутствие “оговорки об исполнении” (performance clause), по которой, в случае невыхода в течение двух лет на рынок с лицензированной продукцией, лицензионные права возвращаются изобретателю. Роялти по этому соглашению обычно составляет 4-5%. Обратившись с “непрошеной заявкой” (unsolicited offer), изобретатель может продать свою идею преждевременно, хотя и получив деньги вперед (up-front pay). В некоторых отраслях из-за трудностей в коммерческой реализации новой продукции, сложностей в системе логистики, консерватизма (например, фармацевтика) технологический этап венчурного предприятия также заканчивается подписанием лицензионного соглашения с крупными компаниями этой отрасли, которые в стремлении не допустить обесценения основного капитала иногда предпочитают положить ценные научные разработки “на полку”. Также и “венчурные капиталисты”, контролирующие через контрольный пакет акций новое предприятие, обнаружив, что собранных средств достаточно лишь на “доведение до ума” разрабатываемой технологии, предпочитают форму лицензионного соглашения самостоятельному продвижению созданной технологии на рынок.

В высокотехнологичных отраслях малые фирмы более стойки, чем фирмы малого бизнеса в целом. Соотношения их провалов и успехов в США составляет 2:1 и 1,2:1 соответственно. Из общего числа фирм, производящих высокотехнологичную продукцию, 90% - малые (то есть по американским стандартам до 500 человек занятых), в частности, 98% фирм, занятых программным обеспечением компьютеров, 97% фирм в области оптики, 96% фирм, занятых в сфере обслуживания высокотехнологичного бизнеса, измерений и испытаний. Малые инновационные фирмы имеют более высокую долю затрат на НИОКР, приблизительно в среднем в 2,5 раза выше, чем у 500 крупнейших компаний США. В 1992 году в США из 51 тыс. компаний-экспортеров около 87% составляли малые компании (7, с. 30).

Особую роль в довенчурном развитии бизнеса играют университеты. С одной стороны, в отличие от корпораций, университеты не склонны скрывать результаты своих научных исследований. С другой стороны, если изначально связь университетов с частным бизнесом базировалась на предоставлении последнему лицензированных технологий, то сейчас университеты культивируют отношения с венчурными капиталистами, в том числе и путем создания так называемых компаний “spin-off” для реализации научно-технических достижений, явившихся побочным результатом выполнения работ, в том

числе и по контрактам, связанным с НИОКР. Так, Массачусетский технологический институт (МТИ) предпочитает получению паушальных платежей получение роялти и даже, в перспективе, участие в акционерном капитале компаний. Некоторые же университеты создают промышленные консорциумы. Будучи участником консорциума, фирма платит членские взносы, а взамен получает доступ к научным разработкам университетов и имеет право голоса при выборе направлений дальнейшей исследовательской деятельности. Упрощена также юридическая процедура заключения лицензионных соглашений. Если в 1986 году МТИ выдавал 12-16 лицензий в год, то в уже в 1988 выдавалось 2 лицензии в неделю.

Сами университетские центры стали местом концентрации мелких высокотехнологичных фирм. Например, подобными центрами стали штат Массачусетс, район городов Бостон-Кембридж, район Сан-Франциско, Лонг Айленд, район “Ресерч Трайэнгл” в штате Северная Каролина. Развитие отрасли биотехнологий стало прямым результатом распространения научных разработок университетов. Одной из главных причин подобной концентрации являются низкие транзакционные издержки передачи технологий и низкая стоимость коммерческих научных исследований. Нельзя также не отметить, что университетские центры являются источником такого ценного в современном обществе ресурса, как обученные высокопрофессиональные специалисты. Ученые и выпускники ведущих университетов нанимаются на работу в фирмы, связанные с высокими технологиями, а часто они и основывают новые фирмы. Они могут частично быть заняты в новых технологических компаниях или даже сами выступать в качестве предпринимателей. Например, с периода конца 80-х годов Массачусетский технологический институт стал местом рождения около 40 компаний в сфере биотехнологий, а на основе использования идей, выработанных в системе научно-исследовательских центров Кембриджа, было создано 62 высокотехнологичных компании (16, с. 35).

Для сбора средств на развитие новой компании можно обратиться к традиционной схеме банковского кредитования. Но по сравнению с банками у системы венчурного финансирования есть главное преимущество: получение прибыли рассматривается в долгосрочном, а не краткосрочном аспекте, что выводит предпринимателей из-под дамоклова меча банкротства по причине невозможности погашения своих обязательств перед банком. К тому же обычно венчурный капиталист делит все риски вместе с

предпринимателем на равных, не требуя от него залога или иного обеспечения своих финансовых затрат.

Сохраняется возможность получить поддержку государства через систему грантов и программно-целевые фонды, через которые в США расходуется более 80% государственных ассигнований на научно-технические исследования (16, с. 32). Существуют также инвестиционные компании малого бизнеса (SBIC), действующие по лицензиям Администрации по делам малого бизнеса, по линии которых за последние 20 лет было профинансировано около 50 тысяч предпринимательских структур на сумму приблизительно 3 млрд. долл.. Но подобные фонды также предпочитают кредитование новых фирм, а не участие в их капитале, так как сами зависят от кредитных учреждений, а также от займов, получаемых по линии АМБ. Существуют также законодательные ограничения на подобное государственное финансирование.

Механизм венчурного финансирования

Таким образом, в поисках источников капитала новые компании обращаются к венчурному финансированию. Схема подобного финансирования может меняться в зависимости от этапа развития фирмы. В западной литературе существуют различные подходы к их определению. Можно выделить несколько подобных этапов:

1. Стартовый этап. На этом этапе идет финансирование НИОКР. У компании есть отдельные образцы продукции, но нет рыночного опыта ее продаж. Поэтому большинство венчурных капиталистов с неохотой идут на финансирование этого этапа развития предприятия. Здесь первоначальные затраты предпринимателя обычно покрываются за счет своих собственных сбережений, а также средств родственников и друзей. Этот этап, в среднем, охватывает срок в один-два года.

2. Стадия развития. На этом этапе важно поддержать первоначальный рост, профинансировать начало массового производства продукции. Финансирование этого этапа осуществляется, в основном, венчурными капиталистами, вкладывающими свои средства в мелкие высокотехнологичные фирмы. На этом этапе растут расходы на маркетинг, часто возникает необходимость в найме профессионального управляющего. На эту стадию развития фирмы отводится в среднем до 5 лет, в течение которых она либо докажет свое право на существование, либо прекратит деятельность.

3. Стадия стабильного роста - финансирование дальнейшего развития компании. На этом этапе для привлечения инвесторов компании осуществляют выпуск акций.

4. Стадия выкупа - покупка компании ее управленческим персоналом (management buy out - MBO) или менеджментом другой компании (management buy in - MBI). Подобный выкуп, помимо банковского кредита или выпуска акций и облигаций, может финансироваться также с привлечением венчурного капитала. Существует также разновидность MBO и MBI, так называемый *Vimbo*, сочетающий в себе преимущества MBO - компетентность управленцев выкупаемой компании, и MBI - возможность привлечения необходимых специалистов со стороны. Источниками MBO и MBI служат продажа материнскими компаниями своих отделений, продажа семейного бизнеса, продажа предприятий, находящихся под временным управлением, приватизируемые предприятия. В случае с MBO и MBI венчурный капитал играет значительную роль в обеспечении ликвидности во время циклических кризисов экономики, так как высокий уровень отношения рыночной цены акции к доходу на нее в период экономического бума делает компании слишком «дорогими» для большинства потенциальных покупателей, а в период спада в экономике большое число выставленных на продажу резко подешевевших компаний привлекает и большее количество менеджеров, стремящихся к самостоятельному бизнесу. При росте процентных ставок обращение к венчурному финансированию является вполне логичным.

На протяжении каждого из этапов предприниматель сталкивается с проблемой привлечения дополнительного капитала для обеспечения роста компании. Помимо указанных выше возможностей существует и ряд других.

1. Так называемое *мезанинное финансирование*, к которому прибегают перед выпуском акций на фондовый рынок, после того, как компания сумела успешно пройти ранние этапы своего становления. По своей форме инструменты мезанинного финансирования занимают промежуточную позицию между обыкновенными акциями и облигациями. В некоторых случаях это могут быть привилегированные акции, которые могут быть погашены за счет резервов компании, но чаще всего это оформляется как «субординированный долг», то есть облигации с более низким статусом по сравнению с другими долговыми обязательствами эмитента, которые, в случае банкротства, оплачиваются во вторую очередь. Облигационный займ может дополняться условиями

о варрантах, то есть о праве на покупку дополнительного количества ценных бумаг заемщика по фиксированной цене, а также возможной конвертируемости облигаций в акции компании. Обычно ценные бумаги по “субординированному долгу” имеют купоны с фиксированной процентной ставкой и срок погашения 5-10 лет. По сравнению с вложениями в акционерный капитал компании мезанинное финансирование требует регулярной выплаты процентов, а также возвращения основной суммы долга, если она не была конвертирована в обыкновенные акции.

2. *Частное размещение акций*, которое может происходить как до их выпуска, так и после него. Здесь инвесторами могут являться франчайзеры новой компании, ее дилеры, корпорации, заинтересованные в ее технологиях, то есть инвесторы, имеющие непосредственное отношение к сфере бизнеса данной фирмы. К другой группе участников частного размещения принадлежат профессиональные инвесторы и венчурные капиталисты, вкладывающие свои средства в перспективные компании с целью получения прибыли за счет потенциального роста их акций. Особое место в этом ряду занимают так называемые “ангелы бизнеса” (business angels), представляющие собой индивидуальных инвесторов с большим опытом работы в бизнесе, обычно отставных управленцев среднего и высшего звена, ищущих приложения своих сил и финансовых средств. Существуют также специализированные фонды, аккумулирующие средства подобных инвесторов.

Как отмечается в отчете о венчурном капитале ОЭСР, бизнес-ангелы инвестируют лишь незначительную часть своего состояния. Поэтому неудача и потеря денег при инвестировании не существенно влияет на их финансовое положение, они достаточно богаты, чтобы не нуждаться в прибыли от своих инвестиций в венчурные компании. Однако, они получают удовлетворение от финансового успеха венчурного предприятия, видя, что интуиция не подвела их, а также от личного участия в управлении новым предприятием. Другие важные соображения – это интерес к конкретной технологии и уверенность в том, что она произведет важный социальный эффект, а также чувство, что преуспев в бизнесе, необходимо помочь встать на ноги следующему поколению предпринимателей. Однако следует безусловно подчеркнуть, что бизнес-ангелы – не филантропы. Основная их мотивация – перспективы значительного роста стоимости вложенного капитала.

По самым консервативным оценкам Центра венчурных исследований при Нью-Гемпширском Университете, в США в 1997 году

действовало около 250 тыс. неформальных инвесторов, предоставивших инвестиции 30 тыс. малых предприятий. Средний размер инвестиции составлял 50-100 тыс. долл., хотя нередким явлением были и более крупные инвестиции. В европейских странах в начале 1990-х годов средний размер инвестиции бизнес-ангела составлял от 14 тыс. ЭКЮ в Великобритании до 67 тыс. ЭКЮ в Швеции. А по последним данным, в настоящее время средний по Европе размер инвестиции – 130 тыс. ЭКЮ.

При оценке совокупных объемов инвестиций неформального рынка венчурного капитала результаты исследований заставляют сделать однозначный вывод о том, что неформальный венчурный капитал представляет собой крупнейший источник рискованного финансирования для новых и растущих малых и средних предприятий в странах ОЭСР. Например, по некоторым оценкам, в середине 1990-х гг. бизнес-ангелы в США инвестировали 30-40 млрд. долл., при этом объем инвестиций институциональных венчурных фондов составлял в 1995 году 7,4 млрд. долл. Исследования, проведенные в Великобритании и Финляндии, показывают, что по объемам инвестиций в малые и средние предприятия индустрия неформального венчурного капитала по крайней мере в два раза больше, чем институциональные венчурные фонды. Таким образом в странах ОЭСР объем инвестиций неформального венчурного капитала превышает объем финансирования из институционального сектора в два или более раз.

Венчурный капитал, предоставляемый бизнес-ангелами, принято называть “терпеливым” капиталом (*patient capital*): бизнес-ангелы, предоставив компании инвестиции, не требуют выплаты процентов или дивидендов в течение всего инвестиционного периода, составляющего в среднем около 5 лет. Что касается стратегий выхода из компании, то в отличие от институциональных венчурных фондов в США бизнес-ангелы, как правило, не реализуют принадлежащий им пакет акций компании на фондовой бирже, а продают его самим владельцам компании в оговоренный с ними срок (33).

3. *Первоначальное публичное размещение акций* (*initial public offering - IPO*). IPO производится на внебиржевом рынке ценных бумаг, на котором обращаются ценные бумаги компаний, не включенных в котируемые списки крупных бирж. До этого момента проспект эмиссии подается на рассмотрение в соответствующий государственный орган, в США - это Комиссия по ценным бумагам и биржам. Процедура IPO может происходить через подписку (*андеррайтинг*) инвестиционными банками на акции компании. В этом случае банки

получают прибыль за счет разницы между тем, что они платят за акции и тем, что они получают за них на фондовом рынке. Но прибыль может быть также получена и за счет варрантов, т.е. права купить или продать определенное количество ценных бумаг в течение некоторого периода. Необходимо подчеркнуть также важность поддержки компании после выхода на внебиржевой рынок (aftermarket support). Такую поддержку может осуществлять и сам банк - гарант размещения ценных бумаг. Нередко в соглашение по первоначальному публичному размещению акций банк включает пункт о необходимости найма специалиста по связям с потенциальными инвесторами. С целью привлечения потенциальных покупателей акций устраиваются специальные презентации.

Главными недостатками IPO являются сложность его юридического оформления, а также необходимость поддерживать курс акций компании, заботясь о текущей прибыли, что может идти вразрез с ее долгосрочными программами. Необходимо отметить, что именно фондовый рынок определяет жизнеспособность компании. В зависимости от тенденции его развития, определяемой характером сделок (игрой на повышение или понижение) цена акций компании, успешно функционирующей на уровне выпуска продукции, может радикально повлиять на ее судьбу. В этой связи можно указать на противоречия интересов и борьбу, нередко возникающую между венчурными капиталистами и биржевыми спекулянтами Уолл-Стрита. Существует определенная зависимость котировок акций от результатов НИОКР. Так, открытие гена, ответственного за воспроизводство теломераза, вещества, которое в перспективе можно использовать для омоложения организма человека, вызвало стремительный рост рыночной стоимости акций компании "Джером", финансировавшей исследования. По мнению специалистов в условиях повышательной тенденции на рынке возможно финансирование компаний, находящихся на стартовом этапе своего развития, но с другой стороны, как показал финансовый кризис в конце 1997 года, большие падения цен на акции могут вывести из игры спекулянтов и позволить строить долгосрочные инвестиции, в том числе и в рамках венчурного финансирования.

В развитии современного мирового фондового рынка особую роль стали играть индивидуальные инвесторы, которые своим энтузиазмом по поводу "недооцененности" акций поддерживают рынок в активном состоянии. Более того, в США во время кризиса 1997 года

мелкие инвесторы, бросившись скупать резко подешевевшие акции, спасли рынок от краха.

4. *Программы размещения акций среди работников* (Employee Stock Option Plan) могут послужить внутренним источником капитала для компаний, находящихся на стадии стабильного роста. Деньги, предоставленные в кредит банком или страховой компанией, идут на выкуп акций у их владельца. Акции при этом служат долговым обеспечением, причем для займодавца 50% от суммы процентов, полученных по долгу в рамках программы, не подлежат налогообложению, а сама компания делает ежегодные отчисления из прибыли для обслуживания суммы долга, также не подлежащие налогообложению.

По истечении определенного срока венчурный капиталист выходит из бизнеса (exit) с целью получения запланированной прибыли. Это может быть осуществлено путем :

- публичного размещения акций компании на внебиржевом рынке ценных бумаг с целью их продажи по рыночной цене;
 - выкупа самой компанией доли венчурного капиталиста по согласованной цене;
 - продажи венчурным капиталистом своей доли третьей стороне.
- Это может быть также и продажа или обмен акциями с компанией, которая хорошо известна на фондовом рынке и которая заинтересована в стратегическом партнерстве с данной фирмой.

Интересна тактика и стратегия инвесторов, связанные с выходом из бизнеса, поскольку прибыль венчурного капиталиста зависит в большей степени от положения фирмы на фондовом рынке, чем от ее текущей деятельности. Вот лишь несколько примеров подобной тактики венчурных капиталистов, признанных в свое время лучшими в области венчурного финансирования.

Ч.Моррис, по его словам, не поддается сиюминутным выгодам и предпочитает покупать и продавать акции, чья цена, по мнению аналитиков, находится как на высоком, так и на низком уровне. Главное иметь уверенность в том, что вложения имеют хорошие перспективы в ближайшие полтора-два года. В поиске возможностей подобных вложений Моррис посещает около пятисот компаний в год, но для него важны не только личные встречи с управляющим компаний, но и заполненность автостоянки перед зданием компании, во сколько приходят и уходят работники, неформальные контакты с ними и т.д. Э.Френк считает, что особое внимание надо обращать на акции

недооцененных предприятий, а также на акции предприятий, чьи котировки снизились, но вследствие перспективной технологической направленности работы предприятия имеют хорошие перспективы на будущее. Х.Кельман придерживается правила держать в своем инвестиционном портфеле акции не больше, чем 35 предприятий, поэтому при покупке ценных бумаг приглянувшейся ему компании он “вынужден” продавать акции другой фирмы. Р.Макнами уверен, что следует обращать внимание и на внутриотраслевые тенденции, поэтому он отводит много времени на консультации с менеджерами по продажам, также как и с финансовыми менеджерами. С.Квикель придерживается принципа ограничения убытков, то есть продажи акций при снижении их курса на определенную величину по сравнению с его наилучшим показателем. Для Квикеля эта величина составляет 8-10% (27, с. 45).

Таким образом главными принципами венчурного инвестирования являются:

- Тщательное изучение менеджмента в компании. В выигрыше оказывается не компания с лучшей технологией, а компания с наиболее продуманной политикой поведения на рынке.

- Тщательное изучение отрасли вложения капитала, изучение основных конкурентов в ней, объема рынка, который должен быть значительным, а также перспектив его роста.

Специалисты указывают на необходимость помнить о том, что основные финансовые показатели предприятий венчурной отрасли не всегда адекватно отражают действительное финансовое положение этих предприятий. Например, вследствие стремления к высокой капитализации при одновременном отражении в финансовой отчетности минимальной прибыли, показатель отношения цены к прибыли на акцию оказывается завышенным, и поэтому складывается впечатление, что цена акций очень высока.

Фондовый рынок венчурного капитала

Для акций высокотехнологичных компаний создаются специализированные фондовые площадки. Самой известной подобной биржей является американский NASDAQ.

В 1961 году, с целью улучшения функционирования рынка ценных бумаг, Конгресс США распорядился о проведении Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) специального исследования фондовых рынков страны. В ходе проверки оказалось, что розничный рынок ценных бумаг является сильно

раздробленным. Для решения этой проблемы Национальной ассоциации торговцев ценными бумагами (National Association of Securities Dealers, NASD) было поручено организовать его систематизацию и автоматизацию.

В 1968 году началась разработка автоматизированной системы розничной торговли ценными бумагами, которая в дальнейшем получила название "автоматизированной котировки Национальной ассоциации торговцев ценными бумагами" (National Association of Securities Dealers Automated Quotation - NASDAQ). Через 3 года - 8 февраля 1971 г. были проведены первые официальные торги через новую систему, которая позволяла получить средние котировки акций более чем 2500 эмитентов, ценные бумаги которых не соответствовали жестким требованиям листинга Нью-Йоркской (NYSE) и Американской (AMEX) фондовых бирж.

Благодаря множеству нововведений за несколько десятилетий была создана удобная электронная система котирования и управления заявками, позволяющая множеству инвесторов торговать через закрытую компьютерную сеть. Для подключения к сети клиенты используют выделенные линии. Несколько одновременных сеансов одного пользователя не допускается, поэтому, если кто-то захочет войти в систему под идентификатором, который уже был зарегистрирован в день торгов, в доступе ему будет отказано.

Физические лица не имеют прямого доступа к торговой системе, ее участниками могут быть только специально уполномоченные фирмы: маркет-мейкеры, фирмы по выводу заявок и альтернативные торговые системы (Alternative Trading Systems, ATS). Последние включают в себя 10 электронных торговых сетей. Всего участников около тысячи. О количестве инвесторов, торгующих на NASDAQ, можно судить только косвенно: по информации биржи, данные о торгах передаются более чем на 350 000 компьютерных терминалов по всему миру.

Маркет-мейкерами называются независимые дилеры, конкурирующие между собой за право обслуживания заявок инвесторов на покупку или продажу акций. Клиенту есть из чего выбрать - на рынке NASDAQ его приказ готовы выполнить около 450 зарегистрированных маркет-мейкеров и примерно столько же фирм по вводу заявок в систему (эти фирмы, в отличие от маркет-мейкеров, не обязаны одновременно выставлять котировки на покупку и продажу акций).

Передавая заявку данным представителям по телефону или электронной почте, клиент фактически просит их купить или продать те

или иные акции. Так как заявка удовлетворяется через какое-то время в условиях чрезвычайно подвижного рынка, клиент не знает, по какой цене прошла реальная сделка. Понятно, что эта схема требует доверия, однако маркет-мейкеры часто пренебрегают доверием клиентов. Так, при заявке на покупку или продажу "по рыночной цене", дилер может закрыть заказ из собственного портфеля по завышенной или заниженной цене, естественно, с прибылью для себя и убытком для клиента. Сегодня существуют и альтернативные схемы, использующиеся электронные торговые системы (ECN), в которых инвестор самостоятельно выводит свою заявку на рынок. Приказ в автоматическом режиме поступает в торговую систему NASDAQ через один из 10 клиринговых домов, владеющих собственными ECN.

С 1982 года акции всех эмитентов разделены на две группы. Торги по акциям примерно 4400 больших и известных компаний, капитализация и менеджмент которых ни у кого не вызывают сомнений, проводятся на так называемом "национальном рынке" - The Nasdaq National Market. Молодые, более мелкие компании, прежде чем попасть на National Market, проходят "проверку" на рынке Nasdaq SmallCap. За право считаться "взрослыми" сегодня борются около 1800 фирм (31).

Все акции эмитентов, включенных в листинг NASDAQ, непосредственно влияют на состояние сводного индекса - Nasdaq Composite. Степень этого влияния зависит от рыночной стоимости компании, которая определяется путем умножения общего числа выпущенных акций на рыночную стоимость одной акции. На ценовой уровень сводного индекса влияют и изменения стоимости акций единственной российской компании, представленной на бирже, - Golden Telecom (31).

Сотня крупнейших эмитентов NASDAQ, за исключением финансовых компаний, объединена в индекс Nasdaq-100. Первоначально вес компании в индексе рассчитывался как и в Nasdaq Composite, но с декабря 1998 года была введена более сложная методология. Теперь общая капитализация компании умножается на "весовой коэффициент", из которого и складывается доля акции в Nasdaq-100. Несмотря на эти изменения, ведущие роли в индексе лидеров, как и раньше, продолжают играть монстры рынка с многомиллиардной капитализацией. Так, на 20 ноября 2000 года тройка крупнейших корпораций имела совокупный вес в индексе Nasdaq-100, равный 20,49%: Cisco Systems - 7,64%; Microsoft - 7,16%; Intel - 5,69% (31). Как нетрудно видеть, все эти компании-лидеры заняты в основном в сфере создания инфраструктуры информационной

экономики. Кроме сводного индекса и индекса первой сотни существует масса других, отражающих состояние тех или иных рынков по отраслям: Nasdaq Industrial, Nasdaq Telecommunications, Nasdaq Insurance, Nasdaq Computer и другие.

В начале 2000 года на бирже был зафиксирован "мировой рекорд" по общему торговому обороту в течение дня - более 2 млрд. акций. Обороты более 1 млрд. акций стали для биржи привычным делом (в 1999 году эта отметка была превышена 136 раз). Общая рыночная стоимость акций, котируемых в системе NASDAQ, в 1999 году составляла 5,2 трлн. долл. (31).

Инвесторы со всего мира приняли удобную и современную компьютерную технологию биржи. NASDAQ уверенно опережает своих конкурентов на американском рынке. Сегодня на электронной площадке торгуются 56% всех акций, представленных на первичном рынке США (4829 эмитентов), на Нью-Йоркской бирже - 35% (3025) и на Американской фондовой бирже - 9% (769). Об отношении к электронной торговой системе NASDAQ можно судить и по результатам опроса, проведенного среди американских и британских инвесторов. На заданный вопрос "Название какой биржи приходит на ум первым, когда вы думаете об американском фондовом рынке?", ответы распределились следующим образом: NASDAQ - 41%, Нью-Йоркская биржа - 28%. Все это свидетельствует о тенденции вытеснения "бумажно-телефонных" торгов новыми электронными технологиями и о повышенном внимании инвесторов к инновационным предприятиям (31).

Венчурные компании и фонды

Одним из основных источников капитала для вновь созданных компаний часто являются венчурные фонды. Венчурные фонды создаются компаниями венчурного капитала, которые привлекают средства пенсионных фондов, страховых компаний, частных инвесторов. Пенсионные фонды стали одним из основных источников венчурного капитала в США, после того, как в 1978 году им было разрешено использовать до 5% своих активов на венчурное финансирование.

При достижении определенной суммы привлечение средств прекращается и начинается их инвестирование. Надо отметить, что риски диверсифицируются не только за счет вложений в несколько отраслей, но и путем одновременного финансирования различных стадий развития компаний. Так могут быть созданы несколько венчурных фондов.

После подробного ознакомления с компанией, потенциальным объектом вложений, венчурная компания обговаривает условия сделки. Они включают в себя объем необходимых инвестиций, возможные риски и прогнозируемую прибыль. По данным исследования, проведенного в США, 60% предложений венчурным капиталистам отвергается последними после 20-30-минутного ознакомления, а 25% после более детального изучения. Оставшиеся 15% действительно подвергаются серьезной проработке, но тем не менее 10% также не реализуются из-за недостатков бизнес-плана или изъянов со стороны менеджмента. В среднем лишь треть из выбранных проектов принесет ощутимую прибыль, остальные либо окажутся убыточными, либо будут балансировать на уровне “точки безубыточности” (4, с. 248).

Среда действия венчурного капитала бывает весьма неопределенной. Поэтому венчурные капиталисты исходят из того, что более рисковым проектам соответствует более высокий уровень требуемой нормы прибыли. Отсюда от компании, находящейся на более ранней стадии финансирования, требуют более высокую норму прибыли. Так, на первом этапе финансирования (стартовом), требуемая норма прибыли может составлять от 40 до 75% в год (4, с. 248).

Особое внимание уделяется уровню менеджмента в новой компании, так как успех предприятия зависит очень часто не от создаваемого продукта, а от умения им грамотно распорядиться на рынке. В случае найма независимого управляющего, в качестве стимула его работы может быть использован опцион для покупки в дальнейшем акций компании.

Особо решается вопрос об объеме участия венчурной фирмы в акционерном капитале компании. Здесь существует опасность столкнуться с проблемой так называемых “неопытных акционеров” (unsophisticated shareholders), которыми, чаще всего, являются друзья и родственники предпринимателя-основателя компании. При создании новой компании без их помощи бывает весьма сложно обойтись, но их дальнейшее влияние на деятельность предприятия, с точки зрения профессиональных венчурных финансистов, может только препятствовать успеху дела. Федеральное законодательство США ограничивает количество подобных участников (неаккредитованных) и определяет “неопытных акционеров” как граждан, чьи совокупные активы составляют меньше 1 млн. долл., а годовой доход за последние 2 года не превышал 200 тыс.долл. (22, с. 98).

С одной стороны, при большом объеме участия в капитале компании венчурные капиталисты соответственно рискуют и больше потерять, но с другой стороны, они стремятся к тому, чтобы иметь возможность оказывать непосредственное влияние на деятельность компании, в том числе и на политику ее руководства, а при необходимости и замену последнего. Венчурные компании могут действовать вместе с другими подобными инвестиционными компаниями, совместно осуществляя контроль над новым предприятием.

Некоторые венчурные фирмы являются подразделениями крупных корпораций, банков или страховых компаний, или даже известных семейных кланов, например, Рокфеллеров. Сами банки часто участвуют в формировании венчурных фондов. Так, банк “Морган Стенли” принимал участие в создании венчурных фондов фирм рискованного капитала “Хамбрехт энд Квист”, “Клайнер, Перкинс”, а также создал и свой собственный венчурный фонд “Морган Стенли Венчурс”. Нередко и инвестиционные компании малого бизнеса являются аффилированными



Большинство венчурных фондов создается в форме товарищества (partnership), где представители компании являются главными партнерами и отвечают за управление фондом венчурного капитала. Остальные инвесторы являются партнерами с ограниченными полномочиями. Если раньше доли таких партнеров в случае их выхода из бизнеса распределялись между остальными участниками товарищества, то за последние годы получила распространение скупка их долей третьими лицами. Если у самого венчурного капиталиста возникает необходимость в сборе дополнительных финансовых средств, он может выпустить акции своего венчурного фонда, таким образом, сделав его публичным.

Схема организации венчурного фонда



- 1 – 1% от общей суммы венчурного фонда плюс контракт на управление венчурным фондом.
- 2 – 2-3% годовых от подписного капитала венчурного фонда плюс в среднем 20% от итоговой прибыли фонда после реализации акций инвестируемых предприятий.
- 3 – Вносят 99% от общей суммы венчурного фонда.
- 4 – В среднем 80% от итоговой прибыли венчурного фонда.
- 5 – Инвестиции.
- 6 – Прибыль от реализации акций.
- 7 – Функции контроля.

В случае создания товарищества с ограниченной ответственностью (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. Товарищество с ограниченной ответственностью не является объектом налогообложения, а его участники должны платить все те налоги, какие они заплатили бы, если бы принадлежащие им доходы поступали непосредственно от тех компаний, куда они самостоятельно вкладывали свои средства.

Создание новых венчурных фондов, несмотря на более чем тридцатилетний опыт деятельности венчурного капитала, продолжает оставаться достаточно сложной проблемой во всем мире, прежде всего, вследствие несовершенства национальных законодательств. По этой причине широко распространена практика регистрации как фондов, так и управляющих компаний в оффшорных зонах. Это позволяет максимально упростить процедуру оформления и помогает избежать

сложных вопросов, связанных с двойным налогообложением доходов и прибыли.

Различаются две основные 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) менеджеры соглашаются выкупать обратно любые акции по открыто публикуемой чистой стоимости на текущий день. Этот вид фондов не ограничен какой-либо определенной суммой, они растут в зависимости от того, вкладывают инвесторы в них дополнительные средства или, наоборот, изымают.

Закрытые венчурные фонды существуют 5 - 10 лет. Этот срок в мировой практике считается вполне достаточным для достижения инвестируемой компанией удовлетворительного роста и, соответственно, обеспечения инвесторам приемлемого уровня окупаемости инвестиций. После полного закрытия, т.е. завершения сбора средств (fund closing) венчурного фонда, собственно, и начинается практическая деятельность по поиску, выбору, оценке и работе с выбранными компаниями. 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 получат дополнительный доход на инвестицию.

На каждом из этапов финансирования венчурная компания может привлекать новых инвесторов. В идеале компания с каждым раундом финансирования становится все более привлекательной для них, стоимость компании растет, в частности, при ее определении ориентируются на стоимость компаний аналогичного профиля, котируемых на фондовой бирже.

При перераспределении или дополнительной эмиссии акций доля инвесторов первого этапа финансирования уменьшается, но благодаря повышению расчетной стоимости компании она растет в денежном выражении.

В таблице 2 представлена примерная схема распределения акций между группами инвесторов на различных стадиях развития компании (19, с. 8).

Таблица 2. Доли участия в капитале компании (примерная схема)

	Первый этап финансирования (1,4 млн. акций по 1 долл.; 1,4 млн. долл.)			Второй этап финансирования (0,5 млн. акций по 3,25 долл.; 1,625 млн. долл.)		
	Кол-во Акций	Расчетная стоимость (млн.долл.)	Доля в капитале (%)	Кол-во новых акций	Расчетная стоимость (млн.долл.)	Доля в капитале (%)
Фирмы-инвесторы на первом этапе:						
А	600 000	0,6	30	70 000	2,18	26,8
Б	500 000	0,5	25	60 000	1,82	22,4
В	300 000	0,3	15	20 000	1,04	12,8
Фирмы-инвесторы на втором этапе:						
Г				150 000	0,48	6,0
Д				100 000	0,33	4,0
Е				100 000	0,33	4,0
Менеджеры	600 000	0,6	30	0	1,95	24,0
Всего	2 000 000	2,0	100	500 000	8,13	100

Определяя требуемую норму прибыли на вложенный капитал за расчетный срок, венчурные капиталисты тем самым претендуют на часть акционерной собственности новой компании, и, как было сказано выше, чем выше риск инвестиций или чем на более ранней стадии развития находится компания, тем выше эта доля. Но если работа компании окажется успешной, то меньшинство акций предпринимателя может превратиться в контрольный пакет акций.

Некоторые финансово-кредитные структуры США напоминают венчурные фонды, например, паевые инвестиционные фонды (mutual funds), особенно такая их разновидность, как фонды агрессивного роста. Но их особенность заключается в необходимости периодических выплат дивидендов своим пайщикам. Подобные фонды более популярны среди институциональных, чем среди индивидуальных инвесторов из-за высоких налогов на дивиденды, когда максимальный налог на доходы от прироста капитала равняется 28%, а максимальный налог на дивиденды составляет 39,6%.

Одной из организационных форм фондов венчурного капитала выступают “научно-исследовательские партнерства”, получившие широкое распространение в США в 80-е годы после утверждения Министерством торговли правил их образования и специальной программы помощи их развитию. Эти партнерства создаются, главным образом, для финансирования стадии роста, успешного внедрения новой технологии, ее широкой коммерциализации. Вложения в такие партнерства, доступные и для мелких инвесторов, позволяют экономить на налогах, и могут принести в перспективе прибыль.

Развитию венчурного финансирования в США способствуют и профессиональные организации венчурных капиталистов. В 1975 году была создана Национальная ассоциация венчурного капитала, которая занимается не только информационной и консультационной деятельностью в сфере венчурного бизнеса, но и лоббированием интересов венчурных капиталистов в государственных органах. В середине 90-х годов в США насчитывалось 86 так называемых “клубов венчурных капиталистов”, являющихся неформальными информационными центрами венчурного финансирования.

Одной из особенностей развития венчурных фондов за рубежом можно считать и создание так называемых “нравственных” (ethical) или “зеленых” (green) фондов, занятых вложениями в экологически чистые производства. Так, один из таких фондов, Framlington Health, в 1995 году обеспечил 90% роста своих активов за счет вложений в фирмы,

занимающиеся разработками в сфере биотехнологий. Существенной проблемой подобных фондов является повышение риска вложений при сознательном сокращении списка инвестируемых компаний.

Сегодня существует большое число венчурных фондов, вкладывающих деньги только в Интернет-проекты. К их числу относится, например, Crystal Internet Venture Fund, который инвестирует перспективные Интернет-компании по шести основным направлениям: программное обеспечение, аппаратура, доступ в Интернет, обеспечение безопасности информации, разработка тематических сайтов и вертикальные приложения. Собственный капитал фонда составляет 240 млн. долл., а компании на начальном этапе могут рассчитывать на сумму до 5 млн. долл.

Часто венчурные фонды создаются на базе известных фирм - мировых лидеров по компьютерным технологиям. Хорошим примером является фонд Novell Ventures, который помогает фирме Novell в ее усилиях по внедрению новейших сетевых технологий на базе Интернет. Фонд направил более 15 млн. долл. на приобретение доли акций пяти компаний: Edgix и Food.com (разработка онлайн-торговых сайтов, предлагающих пищевые продукты, и выполнение заказов по их доставке); Indus River и Red Hat (создание операционной системы Linux, соответствующих приложений и сервисов); W.R. Hambrecht (создание службы OpenIPO, использующей систему аукционной торговли).

Инвестирование Интернет-проектов имеет свои особенности. До 1980-х годов характерной являлась ситуация, когда за 7 лет (типичный срок сотрудничества фирмы с венчурным капиталистом) одна из десяти финансируемых компаний разорялась, три возвращали вложенные инвестиции, три удваивали их, двоим удавалось увеличить их в 5 раз, а одна добивалась увеличения начальных капиталовложений в 10 раз. Такая ситуация давала инвесторам от 20% до 30% годовой прибыли. Впоследствии венчурные капиталисты разработали серию правил, которые помогали устанавливать им желаемую цену на акции. Последняя зависит от того, как много средств было вложено в компанию и как долго она финансировалась до того момента, как стала прибыльной. По подобному сценарию финансировались такие "монстры", как Apple Computer, Sun Microsystems and Compaq Computer.

Бум Интернет-компаний коренным образом изменил систему венчурного финансирования. Привычное правило, когда венчурный фонд "не дает добро" компании открыто продавать свои акции на рынке, пока она не станет прибыльной, отошло в сторону. Теперь перспективная

фирма может привлекать капитал от относительно небогатых индивидуальных инвесторов, которые берут на себя роль венчурных капиталистов, финансирующих проекты на средней и поздней стадии их развития. В качестве примера можно назвать уже упоминавшуюся фирму Red Hat. На базе разрабатываемой ею операционной системы Linux требовалось создать браузер, почтовую программу, сервер электронной торговли и обеспечить безопасность информации лучше, чем это делают ее конкуренты - Sun Microsystems и Microsoft. Все эти проблемы были успешно решены за счет денег индивидуальных инвесторов (34).

Государственная политика стимулирования венчурного финансирования

Главной причиной поддержки государством малого бизнеса в целом и венчурного в частности, является создание новых рабочих мест в экономике за счет инициативы предпринимателей. Поощрение подобной инициативы является приоритетным направлением экономической политики западных стран.

В США, помимо упоминавшейся выше федеральной программы инвестиционных компаний малого бизнеса (SBIC), а также программы инвестиционных компаний малого бизнеса, принадлежащего женщинам и представителям национальных меньшинств (MESBIC), осуществляемых под эгидой Администрации по делам малого бизнеса, существует и ряд специальных программ по поддержке новых компаний на уровне штатов. Одна из основных их задач - предоставление "семенного" капитала (seed money) для финансирования стартового этапа развития фирм. Например, в штате Иллинойс были созданы программы по поддержке научных исследований и разработок, существует Венчурный фонд Иллинойса.

Помимо государственных программ финансирования малого бизнеса, включающих в себя также дотации, систему грантов, схем гарантирования займов и поощрения экспорта, следует особо выделить и такой вид государственной поддержки малого бизнеса, как налоговые освобождения. Они касаются, главным образом, научно-технического развития предприятий. Например, право вычета расходов на НИОКР из налогооблагаемой прибыли косвенно содействует и росту рискованных инвестиций. Снижение налога на доходы от операций с ценными бумагами в 1978 году с 49% до 28% и в 1981 году с 28% до 21% также способствовало активизации венчурного финансирования в США. Однако в результате налоговой реформы 1986 года подобный доход стал

вновь облагаться по ставке 28% для индивидуальных инвесторов и 34% для корпораций при одновременном снижении ставок подоходного дохода и налога на прибыль. С помощью своей налоговой политики государство может направлять средства частных инвесторов в такие специализированные венчурные организации, как научно-исследовательские партнерства, где до 95% вкладываемых средств оказываются экономией на налогах. У государства есть и другие возможности оказывать влияние на развитие венчурного капитала в стране. Например, в Великобритании был снижен максимальный объем опционов на акции с 100 тыс. до 30 тыс. фунтов ст., что затруднило поиск профессиональных менеджеров для новых компаний (20, с. 35).

Уже сейчас на Западе существует мнение, что в будущем придется пересматривать подход к малым предприятиям в свете широкого распространения договорных отношений между ними и корпорациями. Кроме этого, с развитием информационных сетей и электронной торговли нематериальными товарами, обложение налогом подобных операций будет затруднено. Важность государственного вмешательства в сферу венчурного финансирования также связана с необходимостью учитывать долгосрочные эффекты при инвестициях в научные и технологические области.

В 1982 году в США для вовлечения малого частного бизнеса в проведение исследований и разработок был принят Закон об инновационном малом бизнесе. Была учреждена Программа содействия инновационным исследованиям, проводимым малым бизнесом. В число участников программы входят Министерство обороны, НАСА, Национальный научный фонд, министерства энергетики, транспорта, здравоохранения и ряд других министерств. Эта программа включает в себя гранты на исследования в размере до 50 тыс. долл. для оценки проектов, субсидии до 500 тыс. долл. на период в 1-2 года для разработки наиболее перспективных идей, возможность партнерства на основе контрактов между компанией и курировавшим ее федеральным ведомством (3, с. 35).

Политика государства направлена на более тесное сотрудничество университетов и корпораций. В частности, Закон Стивенсона-Видлера о технологических инновациях, принятый в 1980 году, способствовал совместным научно-исследовательским разработкам и передаче технологии между университетами и частным бизнесом. Законом о налогообложении в период экономического оздоровления были предусмотрены налоговые льготы для фирм, поставляющих

научное оборудование для университетов. Если раньше все средства от технологий, разработанных федеральными лабораториями, поступали в государственную казну, то после принятия Конгрессом США федерального Закона о передаче технологий по меньшей мере 15% от роялти получают изобретатели, остальное идет самим лабораториям. Среди принципов научно-технической политики администрации президента Клинтона, декларированных в 1995 году Комитетом советников по науке и технике президента США, отношение к государственной поддержке науки и технологии как к “инвестициям в будущее”, приоритетность федеральных инвестиций в науку и технологии как “жизненно важных для будущего американского общества”, выдвижение задачи поддержки федеральным правительством научных институтов – университетов, исследовательских центров, национальных лабораторий – как части национальной научно-технической инфраструктуры (3, с. 35).

К.О.Пинюгин

Список литературы

1. Венчурное финансирование: теория и практика/ Под ред. Фонштейн Н.М., Балабана А.М. - М.: АНХ, 1998. - 271 с.
2. Грачев М.В. Капиталистическое управление: уроки 80-х. - М.: Экономика, 1991. - 127 с.
3. Заварухин В.П. Федорович В.А. Администрация Клинтона: научно-техническая политика и глобальная конкуренция // США: Экономика. Политика. Идеология. - М., 1997. - №9. - С.128
4. Инвестирование в инновационный бизнес : Сб. ст. / Акад. нар. хоз-ва при Правительстве Рос. Федерации; Сост. и общ.ред. Фонштейн Н.М. - М., 1996. - 270 с.
5. Иноземцев В.Л. За пределами экономического общества. - М.: Academia-Наука, 1998.- 639 с.
6. Кокурин Д.И. Формирование и развитие предпринимательства в инновационной сфере/ Под ред. Шепелева В.М. - Саратов: Изд-во Сарат. ун-та, 1998. - 166 с.
7. Лебедева Е.А. Инновационный бизнес в США / РАН. ИМЭМО. - М., 1994, 61 с.
8. Нойберт М. Венчурный капитал и региональное экономическое развитие: (на материалах США) // Экономика России и мировой опыт. - М., 1997. - Вып.3 - С. 17-28.

9. Рузавина Е., Шеховцова Н. Венчурный капитал и инновации // Рос. экон. журн. - М., 1992. - № 7. - С. 100 - 108.
10. Семенцева Г. Формы финансирования малого инновационного бизнеса в США и Западной Европе / Рос. экон. журн. - М., 1997. - № 5/6. - С.78-83.
11. Фирсов В.А. Венчурное инвестирование в малый инновационный бизнес // США: Экономика. Политика. Идеология. - М., 1993. - № 12. - С. 12 - 20
12. Фирсов В.А. Организационные формы венчурного предпринимательства // Внеш. торговля. - М., 1993. - № 1. - С.37 - 40
13. Фролова Н. Рисковое финансирование инновационного процесса // Экономика и жизнь. - М., 1993. - № 19. - С. 14
14. Медынский В.Г. Шаршукова Л.Г. Инновационное предпринимательство. - М.: Инфра-М, 1997. - 237 с.
15. Эрроу К. Восприятие риска в психологии и экономической науке // THESIS: Theory a. history of econ. a. social institutions a. systems. - М., 1994. - №5. - С.220-227.
16. Acs Z. Does research create jobs? // Challenge. - N.Y., 1996. - Vol. 39, N 1. - P.32-64.
17. Carr D. The practical inventor // Venture. - N.Y., 1988. - Oct. - P.116.
18. New venture strategies: theory development with an empirical base / Carter N.M., Stearns T.M., Reynolds P.D., Miller B.A. // Strategic management j. - Chichester etc., 1994. - Vol. 15, N 1. - P. 21 - 41.
19. Clark R. Venture capital in US, UK and Japan. - Sidney: Croom Helm, 1987. - 110 p.
20. Goodwin C. Technically a winner // Accountancy. - L., 1997. - April. - P.101.
21. Hellman T. The allocation of control rights in venture capital contracts // Rand j. of economics. - Mount Morris, 1998. - Vol. 29, N 1. - P. 57-76.
22. Hofmeister S. Taming the trauma of a venture round // Venture. - N.Y., 1988. - Nov. - P. 98-116.
23. Informal Venture Capital. Evaluating of business introduction service/ Ed. by Harrison R.T., Mason C.M. - L. etc. - 1996. - 310 p.
24. Sadtler D.R. How venture capitalists add value // J. of general management. - Oxford, 1993. - Vol. 19, N 1. - P. 1 - 16
25. Steier L. Greenwood R. Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation // J. of management studies. - Oxford; N-Y., 1995. - Vol. 32, N 3. - P. 337 - 357

26. Suarez-Villa L. The effect of infrastructure on invention // Technology forecasting and social change. - N.Y., 1993. - № 4. - P.337.
27. Tech investing really is different // Forbs ASAP. - N.Y., 1996. - April 8. - P.120.
28. Tims S. Two views of venture capital: The investor // Texas business rev. - Austin, 1999. - Apr. - P. 1-5
29. Zidder B. How venture capital works // Harvard business rev. - Boston, 1998. - Vol. 76, N 6. - P. 131 - 139
30. Тюсе кигё хакусе. - Токио: Окурасё, 1998. - 435 с.
31. NASDAQ: кто участвует и как? // www.cnews.ru/comments/2000/11/27/content1.shtml
32. www.nvca.com/def.html
33. www.nvca.com/pubs.html
34. Бунчук М. Как увеличить предложение венчурного капитала в России// [techbusiness .ru/tb/ archive/ number1/ page02.htm](http://techbusiness.ru/tb/archive/number1/page02.htm)

ОСОБЕННОСТИ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА В ЯПОНИИ

Структурный кризис в экономике Японии конца 20-го века потребовал более гибких подходов как в хозяйственной сфере, так и в обществе в целом. Одним из признаков подобных изменений можно назвать форсированное развитие малого и среднего бизнеса, в том числе на базе венчурного финансирования. При этом в политике правительства проводится различие между семейными малыми предприятиями, действующими в традиционных отраслях, например, в сфере розничной торговли, и малыми наукоемкими фирмами, многие из которых, такие как, например, возникшие в 70-годах Casio или Kenwood, приобрели мировую известность благодаря своим инвестициям в НИОКР. В программе Агентства экономического планирования малые и средние предприятия названы "главным источником динамичного развития японской экономики" (12).

В числе мер, направленных на возрождение высоких темпов роста хозяйства страны, в 1999 году правительство указывало на расширенное применение прямого инвестирования для малых и средних компаний, в том числе путем создания фондов для финансирования вновь создаваемых предприятий, а также на основе системы финансовых гарантий, на которые было выделено 10 трлн. иен. Правительство поставило целью увеличить число вновь создаваемых компаний до 240 тыс. с созданием миллиона рабочих мест в следующие пять лет (18). Следует заметить, что еще в 1996 году потенциальной базой развития венчурного бизнеса являлись более 18 тыс. организаций, действовавших в сфере НИОКР (1, с. 262).

В 1998 году по инициативе Министерства внешней торговли и промышленности (МВТП) Японии была разрешена такая правовая форма создания венчурных фондов, как "товарищество с ограниченной ответственностью для инвестиций венчурного капитала". Эта традиционная для США форма создания венчурных фондов позволит избежать двойного налогообложения, которое следовало из японского налогового законодательства. Для участников подобного товарищества предусмотрены налоговые компенсации в случае убыточности или потери инвестиций. Предусмотрено отменить налог на сделки с ценными бумагами, а налог на доход от прироста капитала будет взиматься лишь с половины этой суммы. Все эти меры должны также способствовать

сокращению слишком растянутого, по сравнению с США, периода от начала деятельности компаний до выпуска акций. Если в США он составляет в среднем 5 лет, то в Японии может достигать 30 лет.

В Японии действует целый ряд государственных или смешанных организаций, в задачи которых входит финансовая поддержка предпринимательства. С 1998 года Корпорация гражданского финансирования реализует программу поддержки менеджеров корпораций, которые хотели бы основать свой собственный бизнес. С 1999 года совместно с Корпорацией финансирования малого бизнеса проводится программа предоставления кредитов женщинам и людям старшего возраста, желающим начать собственное дело. С декабря 1998 года Корпорация финансирования малого бизнеса приступила к финансированию предпринимателей, чей бизнес может служить основой для создания венчурной компании (17).

Один из пунктов программы Агентства экономического планирования состоит в создании новых рынков капитала для венчурных фирм. Ставится цель сравняться по числу первоначальных размещений акций на рынке (IPO) с США, где в 1998 году на бирже NASDAQ число таких размещений составило 287 (в Японии 62) (18). В 1995 году были сняты ограничения на число предприятий, выходящих на внебиржевой рынок "тэнтю сидзе" (буквальный перевод "over the counter" - "внебиржевой"), а кроме того была открыта вторая секция "тэнтю сидзе". Если до 1995 года одним из непеременимых условий регистрации был уровень доходности 10% на одну акцию, то на второй секции могут быть зарегистрированы даже убыточные, но перспективные в инвестиционном плане предприятия. Для привлечения капитала для новых компаний, главным образом, относимых к отраслям высоких технологий, помимо упомянутого рынка "тэнтю сидзе", возникли еще два внебиржевых рынка. Речь идет о Mothers, возникшем в декабре 1999 г. на Токийской фондовой бирже, и NASDAQ Japan, начавшем свою работу в июне 2000 года на Осацкой бирже ценных бумаг. С самого начала для вновь созданных рынков возникла проблема поиска "золотой середины", которая позволила бы сохранить доступ на рынок новым компаниям и в то же время повысить ликвидность самого рынка. Так, на Mothers, для листинга компании не существует требований к нетто-активам или к объему продаж. На NASDAQ Japan, наоборот, во главу угла ставится ликвидность рынка, условием допуска компаний является не менее 75 млн. иен прибыли (до вычета налогов), а применительно к величине нетто-активов - не менее 400 млн. иен. Рыночная капитализация фирмы

должна составлять не менее 5 млрд. иен, по сравнению с 500 млн. иен на Mothers (9, с. 1). Специалисты отмечают также, что функционирование Mothers на основе системы приказов клиентов о покупке-продаже акций не является идеальным для подобного рынка, в отличие от системы котировок ценных бумаг. Определенные опасения вызывает внимание к новым компаниям со стороны криминальных кругов, вследствие чего, например, компании перед листингом на Токийской бирже должны документально подтвердить отсутствие связей с якудзой.

На работу NASDAQ Japan в целом также может повлиять состояние дел Softbank, одного из организаторов и владельцев этой биржи. Softbank, созданный в 1981 году, ныне является одним из крупнейших финансовых учреждений, представляющих важное звено не только японской, но и мировой системы "информационной экономики". Через свои 11 фондов венчурного капитала он управляет общей суммой в 6 млрд. долл., половина которых принадлежат иностранным инвесторам. Средства вложены в приблизительно 450 Интернет-компаний по всему миру. Одним из самых известных венчурных проектов Softbank можно считать инвестиции в 1995 году в Интернет-портал "Yahoo!". К числу недостатков работы Softbank относят неполное раскрытие информации о работе компании. Например, Softbank сообщает о прибыли лишь своих подразделений, а не отдельных компаний. Из-за нехватки информации аналитикам трудно определить реальную стоимость Softbank. В феврале текущего года капитализация компании составляла 190 млрд. долл., а в ноябре снизилась до 23 млрд. долл. (15).

Частные инвестиционные венчурные компании Японии обычно являются подразделениями крупных финансовых институтов и зачастую представляют их интересы, например, как андеррайтера, и отдают предпочтение финансированию поздних этапов развития венчуров, причем как правило, в форме кредитования, будучи уверенными в стабильном развитии фирмы. Подобная осторожность связана также с тем, что основная часть капитала самих этих компаний образуется за счет заемных средств. Так, проценты по кредитам составляют 62% расходов японских компаний венчурного капитала, а доходы на 46% формируются за счет процентов по кредитам (2, с. 169). Большинство венчурных капиталистов в Японии предпочитают ограничиваться составлением своего инвестиционного портфеля, а не участвовать также и в управлении предприятием, оказывая поддержку по линии менеджмента, хотя в сущности, компания венчурного капитала должна всемерно способствовать и участвовать в процессе приращения стоимости

финансируемого предприятия. Более того, до 1995 года антитрестовское законодательство ограничивало долю венчурных капиталистов в инвестируемых компаниях 49% и запрещало им занимать места в правлении этих компаний. Во многих компаниях-инвесторах сказывается и недостаток профессионализма в умении оценить научно-технические идеи, предлагаемые им для финансирования.

Тем не менее, венчурные инвестиционные компании Японии предпринимают шаги к изменению своей политики в этой области. Так, старейшая из них, основанная еще в 1973 году, и самая крупная по объему инвестиций среди частных венчурных инвестиционных компаний, JAFCO (венчурное отделение инвестиционной компании Nomura Securities) уделяет внимание и собственному участию в управлении инвестируемыми компаниями, что в практике венчурного финансирования обозначается как "hands-on management".

Примером изменений в политике японских компаний венчурного капитала является также деятельность NIF Ventures Co. Основанная в 1982 году, эта компания инвестировала в различные венчурные фирмы 110 млрд. иен. В NIF Ventures Co уделяют особое внимание одному из самых ответственных этапов в процессе венчурного финансирования, а именно "тщательному наблюдению" (due diligence), который предшествует принятию окончательного решения об инвестировании и включает в себя изучение технологической составляющей проекта с привлечением специалистов со стороны, аудит компании, претендующей на вливание венчурного капитала, а также изучение вопросов, связанных с качеством ее менеджмента. Президент NIF Ventures Co лично встречается с большинством основателей венчурных компаний, особенно, если возможный объем инвестиций составляет более 100 млн. иен. Около половины инвестируемых NIF Ventures Co компаний имеют ежегодный объем продаж менее 1 млрд. иен, 48% компаний созданы менее 5 лет назад. В среднем успеха добивается 20-30% проинвестированных компаний, 10% компаний банкротятся, а остальные пребывают в качестве "живых мертвецов", то есть их положение на рынке можно назвать устойчивым, но потенциал роста у них отсутствует (19).

Одним из главных вопросов остается финансирование ранних этапов развития компаний. В Японии 80% предпринимателей начинают свой бизнес опираясь, главным образом, на собственные средства. В США эта величина составляет лишь 8% (27). Помогать на ранних этапах финансирования, на которых главным источником капитала все еще

являются, как правило, родственники и друзья предпринимателей, намерено государство, заинтересованное в развитии отраслей "новой экономики" и малого бизнеса в целом. Следует отметить, что венчурное финансирование в Японии было инициировано самим государством, когда в 1963 г. были созданы три первые полугосударственные компании венчурного капитала со статусом "особых акционерных компаний". Основной формой их работы было участие в акционерном капитале небольших компаний, а не выдача им кредитов. Объектом деятельности этих компаний являются, главным образом, мелкие компании с капиталом не более 100 млн. иен, тратящие на НИОКР не менее 3% от объема продаж, созданные не более 10 лет назад (3, с. 31). Еще в 1975 году Министерство торговли и промышленности Японии создало Центр венчурного предпринимательства (VEC). Его деятельность развивается по двум направлениям. Во-первых, VEC гарантирует до 80% общей суммы обязательств венчурных предприятий, но не более 80 млн. иен на каждый проект на срок от одного года до восьми лет, а в качестве платы ежегодно взимает 1-2% от суммы гарантии. Во-вторых, VEC является одним из основных источников информации о венчурном капитале в Японии. В созданную при VEC ассоциацию входят несколько тысяч предприятий, заинтересованных в развитии венчурного финансирования в стране. С 1998 года VEC осуществляет специальную программу поездок японских венчурных капиталистов в США для изучения опыта американских венчурных инвестиционных компаний (31). В систему государственной поддержки венчурного финансирования входит и Фонд развития производства, гарантирующий обязательства фирм, отнесенных к категории "особых новых предприятий", т.е. "предприятий новаторского типа, предлагающих обществу качественно новые виды товаров и услуг" (21).

Оценивая роль государства в развитии малого бизнеса на современном этапе, следует различать поддержку предпринимательской инициативы, особенно в отраслях, связанных с передовыми технологиями, и создание "тепличных условий" для бизнесменов-новичков в целом, так как в Японии насущной задачей является формирование слоя предпринимателей, готовых идти на риск, добиваться своих целей, превращая идеи в конкретные дела.

Существенным обстоятельством остается тот факт, что в Японии, где не приходится жаловаться на отсутствие капитала, ощущается острая нехватка капитала рискованного. Особенно это касается ранних этапов развития компаний, так как японские венчурные фирмы и

крупные корпорации проявляют больше интереса к молодым фирмам на поздних этапах развития. Стратегическое партнерство с крупными японскими корпорациями на ранних этапах развития для малой фирмы может фактически означать потерю не только независимости, но и идеологии своего развития. Для малых наукоемких фирм Японии чрезвычайно важным является участие в мировых хозяйственных связях. Поэтому привлечение капитала для стартовых компаний возможно также с помощью иностранного венчурного капитала, который важен для Японии не столько количеством, сколько своим качеством, особенно в сфере менеджмента. Среди ведущих международных фондов венчурного капитала, которые приняли участие в венчурном инвестировании в японскую экономику за последние два года, можно назвать такие, как Hambrecht and Quist, Ripplewood Holdings, 3i, Paribas Principal Investments. Объемы инвестиций этих фондов колеблются между 160 млн. и 2 млрд. долл. (7, с. 845). Общий же объем вложений иностранного капитала за 1999 год в акции на фондовом рынке Японии составил около 9 трлн. иен (16).

Одним из насущных вопросов является база формирования венчурного капитала в стране. Венчурный капитал в США отличается широкой базой привлечения частного капитала как из институциональных, так и из индивидуальных источников. В Японии такие структуры, как пенсионные фонды, обладающие финансовыми активами в 1,7 трлн. долл. (30), активного участия в венчурном бизнесе не принимают. О возможном эффекте от подобного участия свидетельствует то, что 2% активов японских пенсионных фондов составляют величину, в 5 раз превосходящую весь объем венчурного капитала в стране (27). В развитии современного мирового фондового рынка особую роль стали играть индивидуальные инвесторы, поддерживая рынок в активном состоянии своим энтузиазмом по поводу “недооцененности” акций. Во многом от того, как быстро изменятся инвестиционные предпочтения японцев, а в сбережениях это приблизительно 110 000 долларов на душу населения (6, с. 92), будет зависеть и развитие венчурного бизнеса в Японии. В 2000 - 2001 годах истекает срок хранения вкладов в почтово-сберегательных кассах Японии на общую сумму 114 трлн. иен (16). Будут ли японские вкладчики переводить свои деньги из на фондовый рынок? По сравнению с США, где 36% средств домашних хозяйств вкладывается в акции, в Японии эта величина составляет 9% (10, с. 3).

Определенную роль играет и то, насколько агрессивнее будет политика по привлечению клиентов со стороны, скажем, Nomiga Securities, по сравнению с деятельностью Министерства почт и телекоммуникаций. Представители почты уже за 6 месяцев до истечения срока хранения вклада начинают наносить визиты своим клиентам. Причем рекомендовано это делать даже по субботам и после окончания рабочего дня. Несмотря на призывы стимулировать внутренний спрос, в том числе за счет максимального снижения (и даже отрицательного) процента по вкладам, Министерство планирует ввести 10-летние депозиты с более высоким процентом, по сравнению с нынешним 0,1-0,2%. Проблема привлечения капитала также связана с темпами "интернетизации" торговли акциями для формирования прослойки "неопытных акционеров", чьими средствами могли бы манипулировать специалисты фондового рынка. Одним из лозунгов, под которым сейчас в Японии популяризируется идея электронной торговли акциями, является: "Япония богата. Почему ты беден?" (6, с. 43).

Немало проблем вызывает и существующая практика выпуска японскими компаниями небольшого количества акций на фондовый рынок. Во-первых, высокая стоимость одной акции ведет к преимущественному участию в биржевой торговле лишь институциональных инвесторов. Во-вторых, незначительное количество акций вызывает трудности при слиянии высокотехнологичных компаний. Кроме того, малое количество акций порождает затруднения у фирмы, которая желает привлечь специалистов со стороны с помощью опционов на акции. Если количество акций компании, котирующейся на рынке Mothers, равно лишь 3000, а в соответствии с правилами, ограничивающими объем опциона десятью процентами от общего количества акций, он может составить только 300 акций, то это может оказаться достаточным лишь для привлечения менеджеров высшего звена. Одной из главных причин данной ситуации является необходимость выпуска акций с указанной номинальной стоимостью (gakumen). Зачастую основатели компании не могут себе позволить оплатить достаточное количество собственных акций по номиналу, поэтому они прибегают к их ограниченному выпуску. Впоследствии это может привести к тому, что к моменту выхода компании на фондовый рынок, цена одной акции может оказаться чересчур высокой. Выходом из положения может служить выпуск акций без фиксированного номинала (mugakumen). Если правила выпуска акций с указанным номиналом требует, чтобы номинал был не менее 50000 иен, то в отношении акций

без фиксированного номинала это правило минимальной стоимости распространяется лишь на первые 200 акций, с целью гарантировать минимальный оплаченный акционерный капитал, который составляет, соответственно, 10000000 иен. Поэтому все большее количество новых компаний, пользуясь правилом выпуска акций *tugakuten*, устанавливают символический номинал в 1 иену за акцию (23).

Для привлечения капитала мелких инвесторов в Японии практикуют выпуск так называемых мини-акций, составляющих одну десятую часть от одного лота акций, продаваемого на фондовом рынке. Чаще всего минимальный лот равен 1000 акциям. Например, если одна акция компании стоит 3500 иен, то для покупки одного минимального лота в 1000 акций потребуются сумма в 3500000 иен, что может оказаться неприемлемым для мелкого инвестора. Некоторые японские компании начали использовать механизм выпуска новых акций с меньшим номиналом взамен старых для распределения их между акционерами (*stock split*), а также снижать необходимый минимум количества акций для торговли ими, поэтому со временем необходимость в использовании мини-акций может отпасть сама собой. Надо заметить, что для роста ликвидности на рынке *Mothers* ее руководство также рекомендовало компаниям, чьи ценные бумаги котируются на этой бирже, прибегать к дополнительному выпуску акций. В случае чересчур высокой цены акций еще одним выходом для мелкого инвестора является покупка американских депозитарных расписок (ADR), а также варрантов. Например, если одна акция NTT DoCoMo на Токийской фондовой бирже стоит около 3000000 иен, то ADR этой компании можно купить за сумму в 200 раз меньше (22).

Особую роль в процессе частного размещения играют “ангелы бизнеса” (*business angels*) - опытные индивидуальные инвесторы, например бывшие менеджеры крупных компаний, располагающие финансовыми средствами. Зачастую предприниматели предпочитают иметь дело именно с ангелами, опасаясь излишнего контроля со стороны, например, крупных корпораций. В Японии лишь 4,8% компаний финансируются с помощью индивидуальных инвесторов, а в США число таких компаний достигает 40% (27).

В Японии существует несколько клубов ангелов бизнеса, как, например, *Angel Venture Association* или *Nippon Angels Forum*, насчитывающий в своих рядах более 450 членов (20). Инвесторы из *Nippon Angels Forum* проводят несколько встреч с претендентами, в ходе которых уточняются основные детали их предложений о сотрудничестве.

Претенденты бесплатно получают советы по составлению бизнес-плана и ведению бизнеса. Средний объем инвестиций составляет около 1 млн. иен. По мнению члена Nippon Angels Forum Ёситаро Кумагаи, большую часть своего времени проводящего в Силиконовой долине, "качество бизнес-планов в Японии по сравнению с США оставляет желать лучшего, впрочем, то же касается и деловых качеств" (20).

Nippon Angels Forum занимается финансированием как стартового этапа развития компаний, так и последующих, связанных, например, с мезанинным финансированием. По признанию Юкио Иуры, основателя и президента Nippon Angels Forum, многие члены организации хотели бы инвестировать в компании, связанные с Интернетом. Учитывая важность стимулирования финансирования со стороны этой группы инвесторов, для них введены налоговые льготы. Причем, по новым правилам для ангелов бизнеса налогообложению дохода от прироста капитала подлежит одна четвертая полученных доходов, тогда как в США налогом облагается половина их суммы (29).

Как показывает мировой опыт, важную роль в развитии венчурного бизнеса играют университеты. Так, в США университетские центры сами являются местом концентрации мелких высокотехнологичных фирм. Ученые и выпускники ведущих учебных центров нанимаются на работу в фирмы, связанные с высокими технологиями, а часто они и основывают новые компании. В Японии до недавнего времени этой роли университетов должного внимания не уделялось. Здесь и морально устаревшее оборудование, и слабые связи университетов с промышленными кругами, проблемы с финансированием, когда, например, средства спонсоров облагались налогом. Одним из последствий является то, что, по данным Министерства внешней торговли и промышленности (МВТП) Японии, если на протяжении долгого периода после Второй мировой войны возраст большинства предпринимателей, начинавших собственный бизнес, не превышал 40 лет, то сейчас большинство учредителей новых компаний в Японии этот возраст миновали. С 1991 года закрывается больше фирм, нежели открывается новых (14).

По мнению МВТП, государственное вмешательство в лице Министерства образования в жизнь университетов чаще всего не способствовало превращению последних в источник кадров для отраслей, жизненно необходимых для Японии. Здесь имеется в виду, прежде всего, контроль со стороны Министерства образования за количеством мест на конкретных специальностях и следующая за этим

необходимость "прятать" студентов, заинтересованных в изучении информационных технологий, на других факультетах. Далее, образование в японских университетах, в отличие, например, от США, слабо связано с бизнес-образованием. Происходит это, в том числе, вследствие недостаточных знаний самих преподавателей университетов, в частности, касающихся роли в экономике тех же информационных технологий. Такая ситуация во многом является порождением системы кафедральной иерархии, крайне затрудняющей приобретение практических знаний в какой-либо фирме с последующим возвращением на кафедру (25).

Существующие формальные механизмы сотрудничества университетской науки и корпоративного сектора также нельзя назвать в полной мере эффективными. Финансирование компаниями университетских исследований идет через Министерство финансов, которое берет около трети от инвестируемой суммы в качестве оплаты накладных расходов. В случае, если компания пожелает передать третьей стороне свои права на результаты исследований, полученных в университете с помощью ее финансовой поддержки, она сможет это сделать только с согласия самого университета и, кроме того, разрешения Министерства образования. Ясно, что в случае слияния или покупки компании, подобная практика может осложнить ее рыночные позиции. По этим причинам и компании, и сами университеты предпочитают финансирование в форме пожертвований, но по закону подобные пожертвования могут использоваться лишь в качестве стипендий для студентов и аспирантов. К тому же пожертвования в сумме свыше 5 млн. иен требуют получения разрешения со стороны президента университета (25).

В настоящее время роль японских университетов, особенно в сфере довенчурного развития бизнеса, существенно возросла. По аналогии с американскими университетами, которые имеют право запатентовать результаты своих исследований, а сами изобретатели получают часть роялти за их использование, и в соответствии с Законом о передаче технологий, принятым в 1998 году, в японских университетах созданы полунезависимые отделы лицензирования технологий (TLO). Это нововведение должно было решить проблему, которая заключается в том, что государственные университеты Японии по своему статусу практически не имеют доступа к собственным разработкам. Отделы занимаются лицензированием или продажей изобретений, а также распределением роялти между исследователями и университетом.

Следующим этапом было принятие в апреле 2000 года Закона о промышленных технологиях, который разрешил университетам участвовать в создании и управлении венчурными компаниями, создаваемыми для дальнейшего развития университетских научных разработок.

Возникают и новые формы сотрудничества. Так, в Саппоро создано "Биз Кафе", в котором на постоянной основе будут работать представители венчурных фирм для консультаций по поводу привлечения средств и начала своего дела. Связано это, прежде всего с деятельностью Университета Хоккайдо, из стен которого вышли инженеры, основавшие более 250 компаний, работающих в так называемой Долине Саппоро (Sapporo Valley) (8, с. 11). Идея была позаимствована у американцев, создававших подобные центры в Силиконовой долине, где ключевую роль сыграли усилия Стэнфордского университета.

Одной из первых попыток университетов отойти от шаблонов японского образования можно назвать проект WIDE, воплощенный в жизнь в университете Кэйо - частном высшем учебном заведении, свободном от излишнего государственного регулирования. Проект возглавлялся профессором Джунем Мураи, которого называют не иначе как "Интернет-самурай". В рамках данного проекта возникла первая в Японии компьютерная сеть, появился первый в Японии Интернет-провайдер, внедряется идея образования через Интернет (24). Со времени своего основания в 1990 году университет ориентировал студентов и преподавателей на тесное сотрудничество с бизнесом. В нем нет кафедральной системы, существующей в государственных университетах, а вакансии заполняются в соответствии с квалификацией специалистов и нуждами, возникающими в ходе исследований. Хотя администрация Кэйо и выражает временами озабоченность его креном в сторону большей практической направленности своей работы, тем не менее, считает, что он может послужить хорошим примером и для остальных университетов страны (14).

Специалисты отмечают, что для того, чтобы университетские центры Японии стали источником идей и кадров для венчурного бизнеса, необходимо упростить юридические процедуры заключения лицензионных соглашений, урегулировать вопросы налогообложения, связанные с финансированием лабораторий частным капиталом. Усилению сотрудничества университетов с корпорациями способствует создание промышленных консорциумов, фирмы-участники которых

платят членские взносы, а взамен получают доступ к научным разработкам университетов, а также имеют право голоса при выборе направлений дальнейшей исследовательской деятельности. Так, еще в середине 80-х годов группа, состоявшая из 47 японских компаний, в числе которых были "Мицуи", "Кэнон", "Хитати" и др., предоставила по 1 млн. долл. каждой кафедре Массачусетского технологического института (4). Свои отношения с венчурными капиталистами университеты могут развивать, в том числе, и путем создания так называемых компаний "spin-off" для реализации научно-технических достижений, явившихся побочным результатом выполнения работ, в том числе и по контрактам, связанных с НИОКР. Местом создания наукоемких венчуров могут стать и японские технополисы.

Особую роль в довенчурном развитии компаний играют инкубаторы бизнеса, в которых новые компании получают правовую поддержку, помощь в решении организационных проблем, связанных с подбором персонала, обеспечением нужного оборудования и т.д. Взамен инкубатор получает определенную часть акций вновь образованной компании. Эта величина, как правило, составляет около 50% акционерного капитала. Но, вероятно, самой важной их функцией является то, что инкубаторы становятся посредниками между фирмами и венчурными капиталистами. В США эта форма работы с молодыми компаниями развивалась достаточно давно и оказалась настолько эффективной, что в 1999 году количество инкубаторов, например, в Южной Калифорнии удвоилось (26), а акции некоторых инкубаторов котируются на NASDAQ. В США возникают даже идеи о создании "инкубаторов для инкубаторов". В Японии подобные инкубаторы создаются крупными компаниями, в том числе некоторыми иностранными. Роль иностранного капитала здесь важна и для переноса в Японию профессиональных навыков в венчурном бизнесе. Для обеспечения индивидуального подхода количество фирм в инкубаторах не должно быть слишком большим, а обеспечить финансовые потоки на первых этапах развития компаний можно за счет изначального построения между ними производственно-технологических связей.

Экономическая среда, влияющая на развитие венчурного капитала в Японии, обладает рядом характерных особенностей. Прежде всего, это преобладание внешних источников финансирования компаний над самофинансированием, связанное с традиционно низкой официальной учетной ставкой процента. Кроме того, среди основных задач менеджмента в японских компаниях отдают предпочтение

увеличению доли компании на рынке, тогда как в американских на первом месте стоит максимизация прибыли на вложенный капитал. Что касается роста стоимости акций, то в отличие от американских для японских компаний этот показатель являлся одним из наименее важных. Это в значительной степени объясняется аккумуляцией большей части обращающихся на рынке акций в руках юридических лиц, а также системой взаимных интересов, то есть перекрестным владением акций. В такой ситуации курс акций во многом зависит не от неких технологических ожиданий со стороны рынка или конкретных результатов деятельности фирм, а от организации скупки-продажи акций. Кроме того, перекрестное владение акциями является препятствием на пути рыночного механизма слияний и поглощений. В этой ситуации правительство в марте 1998 года разрешило банкам образовывать финансовые холдинги. Еще более "развязыванию" рынка акций будет способствовать введение в 2001 году международных бухгалтерских стандартов, когда японские корпорации будут должны указывать в отчетности приобретенные акции по рыночной стоимости. Кроме того следует ожидать, что во многом будет преодолена практика "непрозрачной" отчетности, по которой нельзя представить истинное положение дел в компании.

Еще одним существенным препятствием для развития венчурного финансирования в Японии является кадровая проблема. С одной стороны, это нехватка высококлассных специалистов фондового рынка. Появление собственных профессионалов в этой области действительно актуально, если вспомнить результаты биржевого краха конца 1990 года. Как отмечают специалисты, именно умение американских компаний использовать арбитраж на рынках "spot" и "форвард", в то время как их японские коллеги играли на повышение на рынке "spot", привело к тому, что первые оказались в выигрыше, а японские инвестиционные компании понесли огромные потери (5). В связи с этим нельзя не упомянуть о перспективе создания глобального рынка капиталов (Global Equity Market), одним из звеньев которого станет Токийская фондовая биржа. Недостаточная подготовленность к этому событию может сделать это звено наиболее слабым в цепи региональных финансовых центров, что может радикально повлиять на судьбу тех же японских компаний.

С другой стороны, ощущается дефицит профессиональных менеджеров, способных привести к успеху возглавляемую ими компанию, и финансовых консультантов для работы с населением.

Большинство нынешних экспертов работали или работают на корпорации и знают по преимуществу только их специфику. В 1999 году компания Andersen Consulting провела исследование среди руководителей высшего звена, в результате которого выяснилось, что лишь 15% японских высших менеджеров пользуются Интернетом, по сравнению с 64% американских управленцев (21). Существует возможность приглашения специалистов из-за рубежа, но для этого необходимы изменения в иммиграционном законодательстве, а также проработка вопросов, связанных со стимулированием тех же управленцев, например, развитие такой формы, как предоставление им опционов. В этой области ситуация сдвинулась с мертвой точки в 1998 году, когда японские компании, прошедшие процедуру листинга, смогли использовать опционы для привлечения профессиональных менеджеров. Планируется также разрешить фирмам поощрять с помощью опционов работу специалистов со стороны, например, программистов (28).

Нельзя не упомянуть о существовании в среде японских предпринимателей своеобразного "комплекса сятё", выражающегося в том, что статус основателя фирмы неизбежно связывается с высоким положением и атрибутами престижа в виде, например, личного шофера, проживания в престижном районе и т.д. Японское общество традиционно идентифицирует основателя фирмы и саму фирму как одно целое, а слияния и поглощения компаний зачастую рассматриваются как потеря вышеупомянутого статуса, хотя во многих случаях именно слияние с другой компанией или даже продажа компании ее менеджерам ("управленческий выкуп") были бы более логичным вариантом развития бизнеса, чем желание непременно довести ее до этапа размещения акций на фондовом рынке. Следование американскому опыту, основанному на принципах индивидуализма и конкуренции, в условиях Японии, с ее давней опорой на коллективизм и кооперацию, не может не вызывать определенных сложностей в динамике процессов реформирования экономики. Групповые связи в обществе являлись важным фактором мобилизации людей в процессе послевоенной модернизации Японии, приведшей к "экономическому чуду". Но, как считают ряд японских специалистов, в условиях, когда важен качественный рост экономики, некоторые элементы традиционного сознания являются скорее помехой, чем преимуществом.

Американская модель инновационного бизнеса и связанного с ним венчурного финансирования предполагает, что малые компании, в силу своей большей мобильности и самостоятельности в принятии

решений, гораздо чаще, по сравнению с крупными корпорациями, склонны к технологическим прорывам, и, как следствие, скорейшему успеху на рынке. Опыт Японии показывает, что эффективные инновационные венчуры могут возникать и внутри крупных корпораций. Так, компания Sony Computer entertainment, представляющая собой, по сути, такой венчур, за последние пять лет продала свыше 70 млн. своих игровых приставок Play Station, а деятельность NTT Do Co Mo позволила Японии стать мировым лидером в сфере распространения беспроводного Интернета. Создание на крупных предприятиях внутренних венчуров с предоставлением им юридической и финансовой самостоятельности может также предотвратить отток ценных специалистов, чьи идеи не вписываются в производственную политику корпорации. Ясно, что реформированию подлежит также существующая в крупных японских корпорациях система пожизненного найма, препятствующая межотраслевому переливу трудовых ресурсов, и система оплаты труда в зависимости от стажа работы, а не личных качеств работника. Изменения неизбежно затронут и лингвистическую основу корпоративной субординации, а именно язык вежливости ("кэйго"), который во многих молодых компаниях считается уже вовсе не обязательным атрибутом общения начальника и подчиненного.

Бум венчурного финансирования конца 20 века во многом связан с очередным витком научно-технического прогресса, в большинстве областей которого пионером являлись США. Нынешнее состояние рынка венчурного капитала в США во многом зависит от общего положения в хозяйстве страны, во многом использующего принципы "новой экономики", формировавшейся на основе венчурного финансирования. Японии в этом плане еще предстоит решить ряд проблем в области реформирования экономики, мешающих привлечению инвесторов в венчурный бизнес.

На данном этапе развития мирового хозяйства и изменения форм конкуренции инвесторов прежде всего интересуют не только перспективы, связанные с технологическими возможностями новых компаний, но и реальные показатели их деятельности на рынке, которые только и могут гарантировать внимание к их акциям на NASDAQ. Возникают новые фирмы, занимающие монопольное положение в сфере информационных технологий рынка капиталов (Amazon.com, eBay, AOL), конкурировать с которыми в рамках глобального рынка будет труднее, чем несколько лет назад. Большинство бизнес-моделей, связанных с системой расчетов или рекламы в такой области "новой

экономики", как Интернет-торговля принадлежит американским компаниям. Из 50 основных компаний, действующих в этой области в мире, 36 находятся в США, а 9 в Японии (13). Поэтому и перед японскими стартовыми инновационными компаниями сейчас стоит более серьезная задача по раскрытию своей инвестиционной привлекательности. Например, в области использования возможностей сотовой связи для доступа в Интернет Япония пока опережает США. При эффективном использовании своего преимущества догоняющей стороны, Япония, впрочем, как и Европа, может достичь впечатляющего экономического эффекта.

Подводя итог, можно сказать, что технологически ориентированный внутренний спрос, ведущие позиции в мире по таким научным направлениям, как сверхпроводимость, машинный интеллект, полупроводниковые материалы, а также финансовые ресурсы государства и частного бизнеса, возможности корпоративного венчурного финансирования говорят о высоком потенциале и перспективах развития венчурного капитала Японии как фактора оживления экономики в целом.

К.О.Пинюгин

Список литературы

1. Авдулов А.Н., Кулькин А.М. Государственная научно-техническая политика Японии / ИНИОН РАН. - М., 2000. - 342 с.
2. Венчурное финансирование: теория и практика/ Под ред. Фонштейн Н.М., Балабана А.М. - М.: АНХ, 1998. - 271 с.
3. Лебедева И.П. Венчурный бизнес в Японии: достижения и проблемы // Японский опыт для российских реформ. - М.: Диалог-МГУ, 1997. - № 4. - С.23-33.
4. Режабек Е.Я. Капитализм: проблема самоорганизации. - Ростов: РГУ, 1993. - 287 с.
5. Брагинский С.В. Нисида К. Финансовые рынки и экономическое развитие // Япония: полвека обновления. - М.: Толк, 1995. - С. 257-289.
6. Itoi K. Crazy for the net // Newsweek. - N.Y., 1999. - Vol. 83, N 14. - P. 42-43.

7. Ruckert S., Nauman I. Venture-fonds entdeckenn Japan // Bank. - Koln, 1999 - № 12. - S. 845.
8. Sapporo district nurtures IT start-ups // Nikkei weekly. - Tokyo, 2000. - Vol. 38, N 1929. - P. 11.
9. Sato M. Investors quickly cool to Mothers market // Nikkei weekly. - Tokyo, 2000. - Vol. 38, N 1923. - P. 1.
10. Suzuki Y. Criticism of postal savings waning as banks seek help // Nikkei weekly. - Tokyo, 2000. -Vol. 38, N 1934. - P. 3.
11. Vickers M. Wall Street's hype machine // Business week. - N.Y., 2000. - N 3659. - P. 74.
12. www.chusho.miti.go.jp/english/wp2000
13. Dumbing down// www.economist.com/editorial/justforyou/current/su3936.html
14. In search of the new japanese dream// www.economist.com/library/focus
15. Gilley B. Internet Warrior on the defensive// www.feer.com/_0011_16/p054money.html
16. Saito S. The speculative bubble in Internet stocks/ // www.japanecho.co.jp/docs/html/270310.html
17. www.jetro.org/newyork/focusnewsletter/focus7.html
18. www.jetro.org/newyork/focusnewsletter/focus8.html
19. Skuka D. VC Money// www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00money2.html
20. Skuka D. VC Money - Nippon angels Forum// www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00_money_side3.html
21. Malott J. Leading by example// www.japaninc.net/online/sc/aug00_sc_leading.html
22. Tam A. Mini-stocks for the Mini-investors in Japan// www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00p_stockwatch_mini.html
23. Japan's stock market oddities explained// www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00p_stockwatch_odd.html
24. Kneller R. University-Industry cooperation// www.japaninc.net/mag/comp/2000/07/jul00_uni1.html
25. Kneller R. University-Industry cooperation// www.japaninc.net/mag/comp/2000/07/jul00_uni3.html
26. Malott J. What role for incubators in Japan?// www.japaninc.net/online/sc/jul100_sc_role.html
27. www.jetro.org/sanfrancisco/japanese_market/ipo/sld006.htm
28. www.jetro.org/sanfrancisco/japanese_market/ipo/sld018.htm
29. www.jetro.org/sanfrancisco/japanese_market/ipo/sld023.htm

30. King R. Japan promotes venture to boost economy// www.tht.com/vuwinter99japan.htm
31. www.tht.com/whatsnew.htm
32. Түсе кигё хакусе. - Токио: Окурасё, 1998. - 435 с.

ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В ЕВРОПЕ

С момента появления в Западной Европе в конце 1980-х годов венчурных форм финансирования инновационного бизнеса наиболее перспективные растущие европейские фирмы получили в общем итоге 82 млрд. ЭКЮ в виде венчурных инвестиций. В одном лишь 1997 году 6000 компаний получили 9,7 млрд. ЭКЮ венчурных инвестиций. При этом инвестиции в малые высокотехнологичные фирмы составили 25% от их общего объема. Стартовые фирмы в 1996 г. получили 6% всех инвестиций (11). Важную роль в развитии индустрии венчурного капитала в Европе сыграли меры государственной политики.

Следует отметить, что безусловным лидером в Европе по масштабам индустрии венчурного капитала является Великобритания, на которую приходится почти 50% всех венчурных инвестиций. В начале 1990-х гг. активность инвестирования в акции частных фирм в Европе, кроме Великобритании и Нидерландов, была очень низкой. Примерно 1/3 всего венчурного капитала была предоставлена банками, которые ориентированы на относительно безопасные инвестиции. В Европе в то время отсутствовал ликвидный, транснациональный фондовый рынок для малых фирм, аналогичный рынку NASDAQ в США. Однако с середины 1990-х гг. начался бурный рост объемов венчурного финансирования. Эта тенденция объясняется растущим желанием европейцев инвестировать в корпоративные акции и развитием рынков ценных бумаг. Так в 1997 г. по сравнению с 1996 г. венчурные инвестиции выросли в Германии более чем на 650%, в Швеции - почти на 2000%. Все в большей мере венчурные инвестиции направляются в фирмы на ранних стадиях их развития: с 1996 по 1997 гг. объем таких инвестиций в Европе вырос на 60%, а в период с 1993 по 1997 гг. – более чем в три раза. Инвестиции в малые высокотехнологичные фирмы возросли с 1996 по 1997 гг. на 71% (11). Общие данные по инвестициям в акционерный капитал компаний в 1998 и 1999 гг. представлены в таблице 1.

Таблица 1.
Объем инвестиций в акционерный капитал в странах Западной Европы
(в млн. евро) (7)

	1998	1999	Изменение (%)
Великобритания	7 105	11 501	61,9
Германия	1 948	3 159	62,2
Франция	1 777	2 817	58,5
Италия	933	1 779	90,7
Нидерланды	1 059	1 710	61,5
Швеция	203	1 277	529,1
Испания	363	723	99,2
Бельгия	259	673	159,8
Швейцария	215	440	104,7
Норвегия	165	265	60,6
Финляндия	189	249	31,7
Португалия	50	119	138,0
Дания	40	116	90,0
Ирландия	64	105	64,1
Австрия	50	89	78,0
Греция	20	71	255,0
Исландия	22	24	9,1
Всего:	14 461	25 116	73,7

Доля венчурного капитала в ВВП европейских стран в 1997 году составляла: Великобритания - 0,39%, Нидерланды - 0,24%, Швеция - 0,17%, Норвегия - 0,12%, Финляндия - 0,11%, Франция - 0,1%, Бельгия - 0,08%, Исландия - 0,08%, Португалия - 0,07%, Германия - 0,07%. Италия - 0,06%, Ирландия - 0,06%, Испания - 0,06%, Швейцария - 0,02%, Греция - 0,02%, Дания - 0,02%, Австрия - 0,01%. В среднем по Европе этот показатель составил 0,13% (10).

Толчком к развитию венчурного капитала в Великобритании послужило создание в ноябре 1980 года при Лондонской фондовой бирже рынка некотируемых ценных бумаг, ныне рынок альтернативных инвестиций (AIM), что позволило венчурным капиталистам осуществлять более эффективный “выход из бизнеса”. Крупнейшие венчурные фирмы Великобритании объединены в Британскую

ассоциацию венчурного капитала (BVCA). До 80-х годов основным источником венчурного капитала в стране по праву считалась организация Zi (Investors in Industry), созданная в 1945 году Банком Англии совместно с банками - членами Лондонской клиринговой палаты. Основной целью Zi было долгосрочное финансирование компаний. Zi напоминает собой американскую систему SBIC, но в ее структуре есть и специальное венчурное отделение, известное, как Zi Ventures, чьи основные усилия направлены на поддержку высокотехнологичных компаний, большая часть из которых находится на стартовом этапе своей деятельности. Zi и сейчас по объему вложений остается крупнейшим инвестором в венчурном бизнесе Великобритании. Кроме этого, Zi стала своего рода “кузницей кадров” для многих независимых венчурных фирм. Одним из самых удачных инвестиционных проектов Zi считалось финансирование компании RODIME, созданной в 1979 году, чьи акции уже через два года котировались на внебиржевом рынке ценных бумаг США (2, с. 72).

В настоящее время по объемам венчурных инвестиций Великобритания занимает второе место в мире после США. С 1983 по 1999 гг. было проинвестировано около 19 тыс. компаний, а общий объем инвестиций составил более 35 млрд. фунтов ст., в том числе более 30 млрд. непосредственно в Великобритании. В 1999 году зафиксирован рекордный объем в 7,8 млрд. фунтов ст., число финансируемых компаний составило более 1300. В этом году в компании, относимые к числу высокотехнологических, было вложено более 1 млрд. фунтов ст. В Великобритании количество работающих в компаниях, финансируемых с помощью венчурного капитала, превышает 2 миллиона человек. В 90-е годы рост занятости в венчурных компаниях составлял 24% в год, тогда как в целом по стране это показатель составлял 1,3% (4).

Стимулирование венчурного бизнеса считается одним из важных направлений экономического развития Германии. В конце 90-х годов приоритет в венчурном финансировании в Германии принадлежал машиностроению, торговле, производству потребительских товаров. Если в США до 50% всех новых инвестиций венчурного капитала приходится на телекоммуникации и информационные технологии, то на немецком рынке в 1998 году соответствующая доля составила 29%. Ориентированные исключительно на прибыль инвестиционные компании оценивают риски вложений на ранних этапах развития компаний как высокие и поэтому охотно передают право финансирования этой стадии инвесторам с государственным участием. Средний размер инвестиций

венчурного капитала находится в диапазоне от 4 до 8 млн. немецких марок. Свыше 70% венчурных компаний стремятся к миноритарному участию. Крупные компании создают корпоративные венчурные фонды, специализирующиеся на финансировании ранней стадии развития компаний. В этой области материнские компании стремятся не столько к получению прибыли, сколько к достижению стратегического эффекта от своей деятельности (3).

На проводившейся в начале 2000 года встрече, организованной концерном Deutsche Telekom подчеркивалась необходимость поддержки молодых компаний посредством предоставления рискованного капитала. Концерн Deutsche Telekom таким образом работает более 2 лет со своим дочерним предприятием T-Venture. Концерн на базе венчурного капитала в настоящее время принимает долевое участие в 30 компаниях из сферы телекоммуникаций и информационных технологий. Одним из первых проектов было участие в котирующейся теперь на биржах компании из Дрездена Intershop, которая стала одной из ведущих компаний на новом рынке. Выступавший на встрече канцлер ФРГ Шредер заявил об изменениях в сфере налогового законодательства для малых и средних предприятий, а также о необходимости мобилизации банковских фондов для использования их в форме долевого участия в новых компаниях (13).

Группа по работе с высокотехнологичными компаниями крупнейшей в мире консультационной фирмы PricewaterhouseCoopers опубликовала второй ежегодный отчет по инвестициям в этом секторе рынка – "Деньги для роста 1999". По данным отчета, инвесторы не только увеличивают объемы вложений в бизнес европейских компаний высоких технологий, но и готовы участвовать в их финансировании уже на начальных этапах развития. Этот сектор экономики по-прежнему привлекает наибольший интерес – в нем сосредоточились 25,6% от общего объема инвестиций в Европе в 1999 году. Инвестиции в европейские компании, работающие в области высоких технологий, достигли в 1999 году 6,8 млрд. евро, что на 70% превышает показатель 1998 года. В 1999 году количество инвестиционных сделок в секторе высоких технологий составило почти 5 тыс., а средний размер сделки достиг 1,4 млн. евро (по сравнению с 1,3 млн. евро годом ранее). При этом три четверти всех средств, вложенных в высокотехнологичные компании Европы (5,2 млрд. евро), были инвестированы на начальных этапах становления их бизнеса или в процессе его расширения. Это подчеркивает высокую оценку инвесторами перспектив бизнеса высокотехнологичных компаний и указывает на желание инвесторов

своевременно вложить средства в его развитие. Примечательно, что лишь 21% инвестиций в этой сфере был направлен на приобретение или выкуп контрольных пакетов акций - этот показатель сильно отличается от усредненной картины по всем отраслям, где подобные инвестиции достигают 53% (8). Относительные показатели, характеризующие распределение инвестиций по стадиям финансирования в целом по всем компаниям, представлены в таблице 2, а объемы инвестиций в высокотехнологичные компании в странах Европы - в таблице 3.

Таблица 2.

Распределение инвестиций по стадиям финансирования в 1999 г. (7)

Стадии финансирования	В процентах от объема	В процентах от числа инвестиций
Финансирование НИОКР	1,9	5,4
Замещающий капитал	4,7	5,7
Стартовая стадия	11,0	32,0
Стадия расширения	29,6	41,2
Стадия выкупа	52,8	15,8

Таблица 3.

Инвестиции в высокотехнологические компании в Европе в первой половине 2000 г. (в тыс. евро) (6)

Страна	Финансирование НИОКР	Стартовая стадия	Стадия расширения	Замещающий капитал	Стадия выкупа	Всего
Европа	298252	1618534	1820532	106874	517522	4361306
Великобритания	4508	273685	1083305	8060	411562	1781210
Нидерланды	986	138491	141210	11633	21585	313905
Франция	10829	356324	102017	21677	21820	513467
Италия	45669	98729	58562	21899	6400	230851
Дания	7893	3209	42829	0	0	53931
Швеция	11276	64014	92759	25711	45792	239552
Испания	28392	25145	48834	0	3774	106136
Финляндия	11047	22744	49438	4666	0	87895
Норвегия	6190	23574	9163	8817	0	47744

Чехия	0	0	16442	0	1042	17484
Венгрия	0	0	3496	0	0	3496
Польша	522	8855	44873	1042	0	55292

В 1999 году был впервые проведен анализ рынка электронной коммерции по всем отраслям промышленности. Согласно упомянутому отчету консультационной фирмы PricewaterhouseCoopers, общее количество инвестиционных сделок в этом секторе рынка достигло 650 на сумму 1,2 млрд. евро, распределенных между 500 компаниями по всей Европе. Лидером является Франция (28%), далее идут Великобритания (19%), Нидерланды и Швеция (по 11%). Компании, связанные с компьютерными технологиями (в эту категорию входят производители компьютерного оборудования, программного обеспечения, поставщики компьютерных услуг и компонентов), привлекли 44% всех инвестиций, что в 1,25 раза больше показателей 1998 года (1,62 и 1,3 млрд. евро, соответственно). Коммуникационные компании составили следующую по привлекательности категорию – 1,3 млрд. евро, инвестиции в Интернет-технологии превысили 1 млрд. евро (8).

Великобритания остается европейским лидером по инвестициям в высокотехнологичные компании – их объем достиг 2,2 млрд. евро (1,8 млрд. евро в 1998 году) и составил 32% общей суммы европейских инвестиций в этой отрасли экономики. В то же время континентальные страны Европы сокращают свое отставание, причем во главе “группы преследования” находится Германия, где объемы инвестиций в компании сферы высоких технологий удвоились и достигли 1,4 млрд. евро (20% всех европейских инвестиций в 1999 году). Третье место занимает Франция – 1,0 млрд. евро, четвертое – Нидерланды (0,5 млрд. евро). Тот факт, что лидерство Великобритании становится менее явным, подтверждается и ростом количества инвестиционных сделок в Германии (1088) и Франции (966) против 960 в Великобритании (8).

В своем комментарии к отчету Марко Роша (Marco Rochat), руководитель Группы PricewaterhouseCoopers по работе с компаниями высоких технологий в Европе, странах Ближнего Востока и Африки М.Роша отметил, что для европейских компаний настал “золотой век”. Новые технологии продолжают расширять границы, что сопровождается грандиозным ростом инвестиций, в основе которого лежат целый ряд факторов:

- осознание специалистами потенциала сектора высоких технологий, что подтверждается экспертами частных инвестиционных компаний;
- рост ликвидности активов компаний этого сектора с появлением специализированных фондовых рынков в Европе, что делает их еще более привлекательными для инвесторов;
- улучшение предпринимательского климата в результате повышения культуры работы по снижению рисков, более эффективной государственной политики и предоставления налоговых преимуществ (8).

Новой тенденцией рынка в 1999 году стало лидерство Европы по отношению к США в области развития сектора “беспроводного” Интернет-бизнеса и смарт-карт (карт со встроенным микропроцессором). Более того, по данным указанного обзора PricewaterhouseCoopers, в 1999 г. темп его роста составил в Европе 72% против 62% в США. В то же время общий объем инвестиций в США все еще в 3,5 раза превышает европейские инвестиции в венчурный капитал высокотехнологичных компаний (его рост составил 108% по сравнению с предыдущим годом), а средний размер сделки с венчурным капиталом в США достиг 9,0 млн. евро против 1,4 млн. евро в Европе (8).

По мнению Э.Паркера, партнера фирмы PricewaterhouseCoopers в России, обзор содержит хорошие новости и для российских компаний, работающих в области высоких технологий. Наблюдается значительный интерес к капиталовложениям в этот сектор рынка со стороны частных инвестиционных фондов, которые располагают средствами для инвестирования в передовые российские компании и новаторские разработки. К тому же, несмотря на наличие большого интеллектуального потенциала, капитализация российского технологического сектора остается сильно заниженной и тем более привлекательной для многих категорий инвесторов. Главной задачей рынка ближайших нескольких лет станет не только сохранение достигнутых темпов роста, но и использование интеллектуального потенциала участников и создание такой рыночной конъюнктуры, которая будет способствовать внедрению новаторских решений и повышению рентабельности инвестиций (8).

Основные этапы инфраструктурного развития европейского венчурного бизнеса во многом повторяют американский опыт. Образование в 1983 году Европейской ассоциации прямого инвестирования и венчурного капитала (EVCA) явилось совместной

инициативой представителей венчурной индустрии и Европейской комиссии. Ассоциация, включавшая на момент образования 43 члена, в настоящее время объединяет около 500 активных участников венчурного бизнеса из более чем 30 стран и является авторитетным представителем европейской отрасли прямых инвестиций. Деятельность Ассоциации направлена на создание в Европе благоприятных условий для развития венчурного бизнеса. Основными стратегическими задачами, на решение которых нацелена Ассоциация, являются: привлечение институциональных инвесторов к участию в венчурном инвестировании, представление интересов своих членов и иных участников венчурной индустрии в европейских структурах, выработка эффективных и доступных стратегий и механизмов венчурного финансирования (9).

С участием Европейской ассоциации венчурного капитала была создана Европейская ассоциация биржевых дилеров (EASD) – объединение венчурных капиталистов, биржевых дилеров, инвестиционных банков и иных инвестиционных институтов для формирования механизмов поддержки экономического развития и инноваций в Европе. Одной из первых инициатив EASD стало создание европейской фондовой биржи для активно растущих молодых компаний - Системы автоматической котировки Европейской ассоциации биржевых дилеров (EASDAQ). Ее структура и принципы функционирования заимствованы у аналогичной американской структуры – NASDAQ. Биржа не имеет торговой площадки, используется система электронных торгов, начатых в ноябре 1996 года. В настоящее время в торгах EASDAQ участвуют компании из Великобритании, Франции, Германии, Нидерландов, Швейцарии, Австрии, Бельгии, Португалии, Италии, Дании, Финляндии, Греции и Люксембурга. Акции некоторых компаний, торгующиеся в EASDAQ, также котируются и на американской бирже NASDAQ (9).

Европейское сообщество уделяет серьезное внимание поддержке становления и развития венчурного бизнеса в странах Центральной и Восточной Европы, а также в странах СНГ. С участием Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) и EVCA развернуты соответствующие программы. В результате уже сейчас венчурный бизнес активно развивается в Польше, Чехии, Румынии, Венгрии. Членами EVCA стали национальные ассоциации Чехии и Венгрии. С 1994 года зарубежный венчурный капитал начал действовать в России, Казахстане, Беларуси, Украине. Образованы Российская

ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ), ставшая членом EVCA, и Украинская ассоциация венчурного капитала (9).

С ростом активности венчурного капитала в Европе интерес к ней проявляют многие специалисты венчурного бизнеса из США. Если раньше процесс “утечки мозгов”, не иссякавший, однако, до сих пор, шел в основном из Европы в США, то теперь в Европу устремились американцы в поисках благоприятных возможностей для ведения бизнеса, и причина этого явления заключается в росте масштабов европейского венчурного капитала.

В печати приводятся разнообразные примеры такого поведения американских предпринимателей. Так, техасец Р.Пикеринг считает, что “в Европе потрясающий рынок”. Он приехал в Амстердам два года назад и до недавнего времени занимал пост генерального директора компании Origin - подразделения информационных технологий фирмы Philips Electronics. Теперь Пикеринг покинул компанию, но намерен остаться в Европе, изучить имеющиеся у него возможности и создать собственную компанию. Уроженец штата Индиана Д.Болл в прошлом году основал в Париже собственную фирму по предоставлению услуг в сфере телекоммуникаций под названием Neotonomy. Д.Болл и его генеральный директор Д.Хьюз сумели получить финансирование для своей компании в размере 10 млн. долл. от двух венчурных компаний из Европы - Atlas Ventures и Viventures (венчурное подразделение Vivendi) и одной американской - Fidelity Ventures (12).

Стремление американских предпринимателей использовать новые возможности, открывающиеся перед ними в Европе, лишний раз демонстрирует, как быстро меняется обстановка в европейском бизнесе, главным образом за счет притока крупных сумм в венчурные фонды. До недавних пор только очень немногие американские венчурные фонды согласились бы связаться с молодой зарубежной компанией.

Сегодня, когда в Европе накоплен венчурный капитал огромных размеров, предприниматели уже в меньшей степени зависят от кредитов. Теперь они могут спокойно отправляться на поиски талантливых менеджеров, которых и находят нередко среди приезжих американцев.

“В Европе никогда не было недостатка в талантах и технической мысли”, - считает Дж.Шендорф, старший исполнительный партнер компании Accel Partners из Силиконовой Долины, намеревающийся открыть офис фирмы в Европе и создать там же инвестиционный фонд Accel Partners. По мнению Шендорфа, с введением единой европейской валюты были созданы условия для формирования единого бизнес-рынка.

Более того, европейцы открывают для себя новую культуру рынков капитала. Теперь, когда в Европе возникают такие новые фондовые рынки, как Easdaq, Neuer Markt в Германии и Nouveau Marche во Франции, важно не упустить момент и вовремя вступить в игру, убежден Шендорф (12).

К.О.Пинюгин

Список литературы

1. Семенцева Г. Формы финансирования малого инновационного бизнеса в США и Западной Европе // Рос. экон. журн. - М., 1997. - № 5/6. - С.78-83.
2. Clark R. Venture capital in US, UK and Japan. - Sidney: Croom Helm, 1987. - 110 p.
3. Rams A., Remmer J. Perspektiven der Venture-Finanzierung in Deutschland // Bank. - Koln, 1999. - N 10. - S. 687-691.
4. www.bvca.co.uk/publications/publicationshome.html
5. www.evca.com/pdf/economicimpact.pdf
6. www.evca.com/pdf/EVCAMidYearSurvey.pdf
7. www.evca.com/pdf/update16.pdf
8. www.i2r.ru/rf/docs/news/2000_06/price_water.html
9. Венчурный бизнес в Европе// www.rvca.ru/webrvca/2.rtf
10. Surveying the German internet start-up// www.smallfirm.org/finance.htm
11. Бунчук М. Роль венчурного капитала в финансировании малого инновационного бизнеса// www.techbusiness.ru/tb/archiv/number1/page02
12. Флеминг Ч. Мозги текут в Европу// www.vedomosti.ru/stories/2000/06/21-45-03.html
13. Константинов Е. Дорога в онлайн и обратно// www.vestnik-sviaz.ru/archive/03_2000/online.html
14. www.3i.com/about/index.htm

ОРГАНИЗАЦИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ВЕНЧУРНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ ВО ФРАНЦИИ

1. Le Nouveau marche // Banque. – P., 1996. – № 566. – P. 15-32.
2. Leblanc D. Le Nouveau marche est-il liquide? // Banque. - P., 1997. - № 583. - P. 52-54.
3. Ville L. Six bonnes raisons de croire a la neo-economie // Expansion. – P., 2000. – № 612. – P. 32-37.
4. Valeurs techno: Un tri s'impose // Express. – P., 2000. – № 2532. – P. 77-78.

В последние годы предприятия высокой технологии занимают все более заметное место среди фирм, акции которых обращаются на фондовых биржах. В 1999 г. доля акций высокотехнологичных предприятий в совокупной биржевой капитализации составляла (в процентах) в Финляндии – 74,2, Швеции – 47,6, США – 29,9, Японии – 22,3, Нидерландах – 12,7, Франции – 8,0, Великобритании – 5,7, Германии – 5,3, Бельгии – 1,9 (4, с. 77). На конец ноября 1999 г. объем биржевой капитализации составлял (в млрд. долл.) на фондовых биржах: Нью-Йорка – 10787, НАСДАК – 4226, Токио – 4244, Осаки – 2840, Парижа – 1304, Лондона – 2775, Франкфурта – 1280, Торонто – 693, Цюриха – 662, Монреаля – 622, Амстердама – 618, Милана – 610 (4, с. 73).

Быстрое развитие новейшей технологии является одним из факторов появления и развития значительного числа малых и средних предприятий (МСП), которые организуют свой бизнес на основе использования возможностей информационной технологии. В настоящее время доля отраслей новейшей информационной технологии в производстве ВВП Франции превышает 5%, что больше совокупной доли энергетики и автомобилестроения (2, с. 32). Индекс совокупного объема производства предприятий высокотехнологичных отраслей – информатики, телекоммуникаций, биотехнологии, фармацевтической промышленности и новых материалов – составил в 1999 г. 168,2 (за 100 принят уровень 1990 г.) (2, с. 32). Поскольку занятые в этих отраслях МСП нуждаются в средствах для финансирования, во Франции было принято решение о создании специального рынка, на котором обращались бы ценные бумаги (в основном акции) таких компаний.

В 1995 г. компания “СБФ – Бурс де Пари” (SBF – Bourse de Paris), управляющая Парижской фондовой биржей, создала на правах

100-процентного филиала “Сосьете дю Нуво марше” (СНМ) (Société du Nouveau marché), которому было поручено организовать в первой половине 1996 г. так называемый Новый рынок (Nouveau marché), а затем руководить его деятельностью и развитием. Прообразом Нового рынка была американская система НАСДАК. По словам генерального директора СНМ Д. Лебланка, Новый рынок предназначался для котировки ценных бумаг МСП, занятых в высокотехнологичных отраслях производства и характеризующихся высокими темпами роста, которые для финансирования своего развития нуждаются в привлечении дополнительных средств. Новый рынок создавался и регулируется по правилам, которые соответствуют директиве ЕС об инвестиционных услугах. Поскольку со временем подобные рынки будут создаваться и в других странах ЕС, предполагалось, что, в конечном счете, должна сформироваться европейская сеть подобных рынков, на которых будут обращаться ценные бумаги динамичных МСП не только из стран ЕС, но и из третьих стран.

Предварительные исследования показали, что численность потенциальных участников Нового рынка может составить 4500 компаний. Процедура допуска компаний на Новый рынок упрощена. Компания-кандидат должна представить проект своего развития на ближайшие три года и обосновать необходимость увеличения капитала для целей развития. Для оценки качества, научно-технической и промышленной жизнеспособности проекта при СНМ действует экспертный комитет. При необходимости СНМ прибегает к привлечению независимых консультантов, дающих заключение о жизнеспособности и эффективности проекта, представленного предприятием-кандидатом.

Существуют и формальные критерии допуска предприятий на Новый рынок. Баланс предприятия-кандидата должен составлять не менее 20 млн. франков, а собственный капитал – не менее 8 млн. Минимальная численность обращающихся на Новом рынке ценных бумаг (в основном акций) должна составлять 100 тыс., а сумма их капитализации – около 10 млн. франков. Руководители и акционеры-основатели компании в течение, по крайней мере, трех лет после введения их акций на Новый рынок обязаны сохранять в своих руках не менее 80% участия в капитале компании, которое они имели на момент этого введения. Для компаний, возраст которых составляет менее двух лет, сохраняющаяся доля должна равняться 100% в течение двух лет после введения акций компании на Новый рынок (1, с. 17).

Компании-эмитенты ценных бумаг на Новый рынок обязаны регулярно и постоянно предоставлять информацию о своем положении и реализации проекта. Каждый год исходные документы о компании должны регистрироваться в Комиссии по биржевым операциям (КБО) (Commission des opérations de Bourses), осуществляющей надзор за деятельностью фондовых бирж Франции. Годовые и полугодовые отчеты, составленные по международным стандартам, должны предоставляться и публиковаться по правилам, действующим для компаний, оперирующих на вторичном рынке.

Для котировки акций наиболее динамичных МСП и в других странах ЕС созданы специальные системы, аналогичные Новому рынку и НАСДАК. Так, в Великобритании с июня 1995 г. действуют несколько систем, в том числе: созданный Лондонской фондовой биржей Альтернативный инвестиционный рынок (АИР) (Alternative Investment Market); система Tradedpoint; базирующееся в Великобритании общество ESI (Electronic share interchange), предоставляющее возможность индивидуальным инвесторам покупать и продавать акции через систему Интернет. В Италии для МСП в 1996 г. создан электронный рынок ценных бумаг – Метим (Metim – Mercato telematico delle imprese).

По инициативе Европейской ассоциации венчурного капитала (European Venture Capital Association), Европейской ассоциации дилеров по ценным бумагам (European Association on Securities Dealers – EASD) и при поддержке Европейской комиссии и министров стран-членов ЕС по делам промышленности и занятости было принято решение о создании в конце лета 1996 г. Европейской системы автоматизированной котировки – ЕАСДАК (European Association of Securities Dealers Automated Quotations), которая призвана стать альтернативой американской НАСДАК. Компания ЕАСДАК является бельгийским обществом, имеющим 40 акционеров, в том числе и НАСДАК. Документация ведется на четырех языках – английском, французском, немецком и голландском. Первыми эмитентами акций в новой системе должны были стать 50 компаний из стран ЕС, Восточной Европы и Израиля. Основные требования к компаниям, включаемым в систему ЕАСДАК: чистые активы – 1,8 млн. экю, баланс – 3,5 млн. экю; численность котирующихся акций – 100 тыс; численность акционеров после включения в систему зависит от численности акций, но не менее 100. Возможно, но не обязательно предоставление прогноза развития компании на ближайшие годы; требуется квартальная (несертифицированная) отчетность и составление годового отчета по стандартам IASC (International

Accounting Standards Committee) или GAAP (Generally Accepted Accounting Principles).

Некоторые условия доступа компаний на рынки типа НАСДАК (1, с.27).

	НАСДАК		АИР	Метим	ЕАСДАК	Новый Рынок
	I вариант*	II вариант*				
Собственный капитал	4 млн. долл.	12 млн. долл.	Никаких условий	2,5 млрд. лир	1,8 млн. экю**	8 млн. фр.
Активы	-	-	-	-	3,5 млн. экю	20 млн. фр.
Чистая прибыль (за 2 последних года)	400 тыс. долл.	-	-	-	-	-
Прибыль до уплаты налогов (за 2 последних года)	750 млн. долл.	-	-	-	-	-
Численность акций	500 тыс.	1 млн.	-	-	100 тыс.	-
Биржевая капитализация акций	3 млн. долл.	15 млн. долл.	-	-	-	10 млн. фр.
Численность акционеров	400-800	400	-	Более 100	100	-
Минимальное число маркет-мейкеров	2	2	-	-	-	-
Периодичность предоставления отчета	Квартальные и годовые отчеты		Год. отчет	Год. отчет	Кварт. и год. отчеты	Полугод. и год. отчеты

* - вариант I относится к компаниям, которые уже получали прибыль в предыдущие годы, а вариант II – к компаниям, ведущим научные исследования и еще не получавшим прибыль;

** - с 1 января 1999 г. экю конвертированы в евро в соотношении 1:1.

Уже за первый год своего существования Новый рынок достиг немалых успехов. На 31 мая 1997 г. численность биржевых (брокерских) компаний-членов рынка, действующих как по поручению клиентов, так и в качестве “держателей рынка”, составила 65 и ассоциированных членов также 65. Объем капитализации обращающихся на нем ценных бумаг достиг 9,1 млрд. фр., а ежедневный объем обмениваемых капиталов – 18,3 млрд. фр. (2, с.52). Такие результаты во многом были обусловлены тем, что в основу Нового рынка была положена оригинальная структура организации торговли ценными бумагами, сочетающая в себе две модели:

Первая модель основана на централизации заказов клиентов и регистрации их в “книге заказов”. На основе сопоставления данных о заказах дважды в день (в 10 час. 30 мин. и в 16 час. 30 мин.) проводятся сессии котировки (фиксации) курсов ценных бумаг. В рамках этой модели, используемой на Парижской фондовой бирже, единый курс той или иной ценной бумаги (в основном акции) определяется в зависимости от спроса и предложения на нее в момент проведения сессии.

Вторая модель носит название модели “держателей рынка” – независимых дилеров, или маркет-мейкеров (market makers), которые не только осуществляют на основе приказов клиентов постоянные котировки акций, объявляя их курсовые цены, но и ведут операции по купле – продаже акций за свой счет, создавая собственные запасы акций. Таким образом, вокруг каждого дилера как бы формируется собственный рынок, до определенной степени независимый от рынков других дилеров, что является дополнительным фактором острой конкуренции между ними. Маркет-мейкеры ведут операции в промежутке между сессиями, постоянно предлагая цены для купли – продажи определенного количества ценных бумаг. При этом они обязаны соблюдать максимальный разрыв между объявляемыми ими ценами покупателя и продавца. Вторая модель организации рынка действует на Лондонской бирже.

Двойственный характер организации торгов на Новом рынке объясняется стремлением его создателей обеспечить за счет взаимодополняемости двух названных моделей максимальный объем сделок и максимальную ликвидность Нового рынка. Как известно, при

высокой ликвидности любой участник рынка может в любой момент осуществить на нем сделку, серьезно не нарушая при этом сложившееся равновесие. Как подчеркивал директор СНМ, “по прошествии года можно уверенно сказать, что эти цели были достигнуты” (2, с. 53).

Система централизации заказов и фиксации курсов обслуживает в основном небольшие заказы индивидуальных инвесторов (клиентов), которые ведут частые операции с небольшим объемом или количеством ценных бумаг. На рынок держателей рынка (ДР) поступают более крупные заказы (“пакеты акций”) отдельных клиентов, в том числе биржевых (брокерских) компаний, институциональных инвесторов и т.д. В среднем с начала сентября 1996 г. по 31 мая 1997 г. средний объем сделки каждого держателя рынка составлял 723 тыс. фр., тогда как в системе централизованной фиксации курсов – только 25 тыс. фр. (2, с. 53).

За время существования Нового рынка обе модели котировки ценных бумаг, предназначенные для различных категорий клиентов, развивались параллельно, о чем свидетельствует неизменность распределения между ними объема обмениваемых капиталов и численности заказов. Во время первого сеанса в среднем обменивается 24% капиталов, второго – 36% и на рынке ДР – 40% (2, с. 53).

Несмотря на достаточно четкое разделение Нового рынка между двумя моделями организации торговли, эксперты констатируют позитивное взаимодействие между ними. Так, деятельность ДР способствует увеличению ликвидности рынка, а также привлечению на него новых инвесторов, тогда как проведение сеансов централизованной котировки курсов вызывает увеличение объема сделок на рынке маркет-мейкеров. Кроме того, устанавливаемые в ходе сеансов цены (курсы), отражающие соотношение между спросом и предложением на ценные бумаги отдельных типов, служат в качестве справочных (референтных) цен при ведении маркет-мейкерами торгов со своими клиентами. Между системами котировки не существует непроницаемых границ, и маркет-мейкерам приходится конкурировать не только между собой (особенно тогда, когда они ведут операции с одними и теми же типами ценных бумаг), но и с системой централизованных заказов.

Услуги, предоставляемые маркет-мейкерами своим клиентам, оплачиваются за счет разницы между ценами продажи и покупки ценных бумаг, т.е. за счет так называемой “вилки цен”. В ходе торгов между маркет-мейкерами и потенциальным инвестором “вилка цены” реальной сделки может отклоняться в ту или иную сторону от заранее объявленной

“вилки”. В период с декабря 1996 г. по март 1997 г. объявленный разрыв составлял в среднем 6,56%, а реальный – 4,05% (2, с.53). О влиянии конкуренции между маркет–мейкерами на уровень курсов ценных бумаг свидетельствует тот факт, что в рассматриваемый период фактический разрыв в ценах продажи и купли ценных бумаг, с которыми оперируют несколько маркет–мейкеров, составлял в среднем 3,48%, тогда как для ценных бумаг, с которыми оперирует лишь один биржевой агент, - 4,17% (2, с. 54).

На Новом рынке в 1999 г. к числу высокотехнологичных компаний, курсы акций которых возросли в наибольшей степени, относились: FI System (консультации по использованию Интернета) – курс акций возрос на 1136,79%, Valtech (консультации в области электронной торговли) - рост курсов на 1048,2%, Europstat (маркетинговые услуги для предприятий высокой технологии) – рост на 876,71%, Integra разработка сайтов для электронной торговли) – рост на 622%, Cross Systems (информационные услуги) – рост на 598,41% (4, с. 78). В то же время курсы акций некоторых компаний, обращавшихся на Новом рынке, снизились; при этом наибольшее падение составляло в 1999 г. 94%.

Л.А. Зубченко

РЕЙЧЕР С. ФОРМИРОВАНИЕ ЕВРОПЕЙСКОГО РЫНКА ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

RAICHER S. Un marche de plus en plus europeen // Banque magazine. – P., 1999. – № 601. – P. 28-29.

Введение в 11 странах ЕС единой валюты евро стимулирует формирование европейского рынка венчурного (рискового) капитала, который вкладывается в проекты с повышенным уровнем риска, главным образом в новые компании наукоемких и высокотехнологичных отраслей. В статье генерального секретаря Европейской ассоциации венчурного капитала, рассматриваются некоторые проблемы формирования такого рынка.

Европейская ассоциация венчурного капитала ЕВКА (EVCA-European Venture Capital Association) была создана 15 лет тому назад с целью развития сотрудничества между членами ассоциации и создания благоприятных условий для развития этой сферы деятельности. За последние годы объем операций венчурного капитала значительной возрос. За период 1988-1997 гг. сумма накопленных венчурных капиталов увеличилась с 4 млрд. до 20 млрд. эю, а сумма финансируемых за счет них инвестиций – с 3,5 млрд. до почти 10 млрд. эю.¹ В последние годы в деятельности венчурных фондов выявились следующие тенденции:

- интернационализация привлечения средств в фонды: в 1997 г. впервые большая часть привлеченных в эти фонды средств происходила из зарубежных источников, в том числе треть из неевропейских стран;
- быстрый рост транснациональных фондов, что связано с тем, что большая часть фондов нацелена на финансирование общеевропейских проектов;
- быстрое развитие специализированных фондов, финансирующих проекты в высокотехнологичных отраслях.

В 1997 г. половина общей суммы инвестиций венчурного капитала, составившей почти 10 млрд. эю, приходилась на долю фондов из Великобритании (из них 1 млрд. эю был вложен в проекты в странах континентальной Европы). На долю Франции и Германии приходилось по 14% общей суммы инвестиций, на долю Нидерландов - 8% и Италии – 6%.

¹ С 1 января 1999 г. эю были конвертированы в евро в соотношении 1:1.

На национальном, региональном и транснациональном уровне предпринимаются различные меры политического характера, направленные на создание благоприятных условий для развития европейского рынка венчурного капитала. К числу таких мер относятся меры, связанные с развитием следующих тенденций последних лет.

- Создание благоприятной предпринимательской среды, в том числе путем принятия законодательных мер, касающихся защиты интеллектуальной собственности, устранения барьеров для создания новых предприятий, усиления гибкости рынка труда. Органы власти все больше осознают, что передача прав собственности или наследование является критическим моментом в жизни малых и средних предприятий и что приобретение предприятия его менеджерами может стать для него спасительным решением.

- Установление более льготного налогообложения для тех, кто соглашается брать на себя риск, связанный с работой на малом и высокорискованном предприятии.

- Быстрый рост пенсионных сбережений в Европе, создающий условия для увеличения средств, используемых для рискованных вложений.

- Возможное создание инвестиционных фондов на европейском уровне на основе модели объединения экономических интересов во Франции или партнерства с ограниченной ответственностью (limited partnerships) в Великобритании, которые также пользуются определенными налоговыми льготами.

- Лучшая координация между мерами государственной поддержки и частными инвестициями, поскольку уже сегодня все большее число государственных и общественных акций осуществляется с участием частного финансирования. Подобная кооперация не только повышает доверие к таким акциям, но и позволяет избежать расточительства расходуемых на них средств.

- Формирование общеевропейского рынка быстрорастущих ценных бумаг. В настоящее время в Европе сосуществуют две инициативы по созданию системы Автоматизированной котировки Европейской ассоциации дилеров по ценным бумагам (EASDAQ – European Association of Securities Dealers Automated Quotations) и Европейской системы новых рынков (EURONM). При всем различии эти две системы преследуют одну цель – стать альтернативой американской системе NASDAQ. Именно поэтому эти две инициативы не должны слишком долго существовать параллельно и не случайно многие

специалисты призывают к расширению их сотрудничества и даже к слиянию.

Европейский венчурный капитал пока менее развит, чем американский, хотя этот разрыв постоянно сокращается. Можно предположить, что со временем новые институциональные инвесторы (главным образом пенсионные фонды) будут проявлять все больший интерес к венчурному капиталу. Введение евро также будет оказывать все более позитивное влияние на развитие фондов венчурного капитала, деятельность которых по самой своей природе имеет транснациональный характер. Это связано с тем, что евро создает такие преимущества, как ликвидация валютных рисков, расширение экспорта и – главное – возможность проводить международные сопоставления уровней рентабельности отдельных операций.

С 1993 г. ЕВКА предпринимает определенные усилия по проникновению в страны Восточной Европы и республики бывшего СССР. С этой целью был разработан ряд программ, которые дали обнадеживающие результаты. С тех пор на смену вопросу о необходимости венчурных предприятий, на который неизменно давался ответ “да”, пришел вопрос “когда начнется деятельность фондов в этом регионе”. Сегодня главные надежды связаны с деятельностью Европейского банка реконструкции и развития, стратегия которого направлена на поддержку западных инвесторов, желающих осуществлять капиталовложения в рассматриваемых странах. За последние годы западноевропейцы приобрели определенные знания о странах региона, которые развиваются с различной скоростью. Наихудшей ошибкой европейских фондов венчурного капитала было бы считать, что свои дела можно одинаковым образом вести, например, в Польше и Казахстане.

Л.А. Зубченко

**БЕЛ М.Г. ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛИСТ ИЛИ “БИЗНЕС-АНГЕЛ”:
СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА**

BELL M.G. Venture Capitalist oder Angel – Welcher Kapitalgeber stiftet grosseren Nutzen? // Bank. – Koln, 1999. - № 6 - S. 372-377.

Автор, сотрудник кафедры финансового хозяйства и банковской деятельности при Падерборнском университете (ФРГ), отмечает, что эффективный рынок венчурного капитала является важной предпосылкой для формирования новых, быстро растущих предприятий. При этом, наряду с формальным рынком венчурного капитала, большое значение придается неформальному рынку (Angel Market). “Ангелами” называются частные лица, которые инвестируют непосредственно в молодые предприятия и осуществляют их управленческую поддержку. Предприниматели должны иметь в виду, что формы финансирования и способы оказания поддержки венчурного капиталиста и “бизнес-ангела” различны, поэтому ставить выбор инвестора в зависимость от предоставляемой суммы или предполагаемых более благоприятных условий значит подвергать опасности все предприятие.

Венчурное финансирование предприятия осуществляется собственным капиталом или его заменителями (например, конверсионный заем или конвертируемые привилегированные акции). Кроме того, инвестор венчурного капитала, как правило, проявляет активную заботу о предприятии. В процессе оказываемой им управленческой поддержки используется опыт инвестора в области финансов и экономики, дополненный опытом других компаний и экспертов сети, возникают дополнительные возможности доступа к соответствующим лицам и организациям.

Рынок венчурного капитала состоит из формального и неформального сегментов. Если формальный состоит из венчурных компаний (посредников), то неформальный охватывает членов семьи, друзей или лиц, имеющих деловые контакты с предпринимателем, “бизнес-ангелов” - предпринимателей, менеджеров, финансовых экспертов, деловых консультантов, преподавателей высших учебных заведений и т.п.

Процесс финансирования обычно состоит из ряда этапов; он начинается с принятия решения об инвестировании, а заканчивается выходом из бизнеса (см. таблицу 1). Процесс принятия решения об инвестировании подразделяется на фазу контактов, предварительный анализ и выбор, детальный анализ и оценку, переговоры об участии и,

наконец, заключение контракта. Опыт США и Великобритании показывает, что на всех этапах довольно четко различается стиль работы “ангелов” и венчурных капиталистов. Поскольку управленческая поддержка является важным компонентом процесса венчурного финансирования и приносит предпринимателю большие выгоды, различие между двумя категориями инвесторов имеет для него большое значение.

Идеальными “ангелами” являются предприниматели, которые финансировались ранее венчурным капиталом и поэтому имеют опыт такой финансовой технологии, а также ноу-хау, капитал и соответствующий менталитет. В США, например, с начала 80-х годов существуют структуры, которые стремятся использовать этот потенциал. Похожее поколение предприятий развивается, хотя и медленно, в Германии. Чтобы стимулировать неформальный рынок венчурного капитала, что необходимо, учитывая его огромный потенциал, нужно работать над тем, чтобы заинтересовать и активизировать потенциальных “бизнес-ангелов”.

С созданием “Сети бизнес-ангелов Германии” (BAND) в этой области открываются новые возможности. Министерство образования, науки, исследований и технологии поддерживает инициативы банков, союзов и экономических объединений, ориентированных на инновации и передовые технологии, с целью повышения культуры частных учредителей. Таким образом, наряду с существующими источниками, в будущем должны появиться новые организованные частные источники капиталов для потенциальных учредителей.

Создание BAND почти через 20 лет после появления аналогичной структуры в США является первым проектом, направленным на стимулирование и укрепление неформального рынка. Если на формальном рынке венчурного капитала банки в основном преследуют цели получения доходов (процентов), то на неформальном рынке на первом плане стоит не только доходность.

Для того, чтобы такая сеть оказалась успешной, ее инициаторы должны изучать иностранный опыт, анализировать возможные трудности на пути успешного функционирования неформального сегмента по сравнению с формальным рынком венчурного капитала. Изучение опыта США, Великобритании и Канады показывает, какие важнейшие факторы необходимо использовать для достижения успеха такой сети в Германии. Например, к таким факторам относятся маркетинговые мероприятия для сети и качество предлагаемых инвестиций.

Вследствие информационной асимметрии и потенциально противоречивого поведения предпринимателей, у венчурных капиталистов появляются проблемы, которые нельзя недооценивать, поскольку они вызывают высокие расходы. Сюда относятся проблемы, возникающие в деятельности предприятия после заключения договора (отсутствие опыта в управлении рабочей силой, перерасход средств, избыточное или недостаточное инвестирование). Поскольку до сих пор на рынке венчурного капитала Германии существовало множество потенциальных учредителей при малом числе инвесторов, перед венчурными капиталистами стояла лишь проблема выбора лучших объектов инвестиций, а потенциальные предприниматели с большим трудом находили инвесторов. С ростом числа компаний венчурного капитала и “бизнес-ангелов” предприниматель может и должен со своей стороны делать тщательный выбор, при этом речь идет не столько о выборе между различными венчурными компаниями, сколько о правильности выбора между неформальным и формальным рынком.

Венчурный капитал не является стандартным продуктом. Максимальная выгода венчурного финансирования появляется только в том случае, если предприниматель нашел для себя оптимального партнера. В противном случае у него, в зависимости от обстоятельств, могут появиться огромные расходы. Для достижения максимального успеха предприниматель должен найти такого инвестора, который смог бы лучше других компенсировать его слабые места. По мнению руководителя Intershop AG, основатель предприятия должен рассмотреть минимум пять компаний и при этом учитывать, что не всегда лучшим является партнер, дающий больше всех денег. Важно, чтобы партнеры подходили друг другу, желательно также, чтобы они уже имели опыт продуктивного сотрудничества в течение трех-четырех лет. Рациональный предприниматель должен провести сравнительный анализ выгод, создаваемых “ангелом” и венчурным капиталистом и выбрать оптимального инвестора. Однако до сих пор принятие рационального решения тормозилось недостаточным знанием о характере и преимуществах их деятельности.

Ответ может дать прежде всего анализ опыта США и Великобритании, а также сложностей, возникших в опыте Германии. Изучение иностранного опыта показало, что “ангелы” и венчурные капиталисты характеризуются следующими общими чертами:

- предпочтением предприятий, имеющих высокий потенциал роста с точки зрения рыночных позиций или разработки новых технологий;
- большим вниманием, уделяемым контролю финансовой ситуации и оперативной деятельности;
- заинтересованностью в развитии новых деловых стратегий;
- приданием высокого приоритета задаче предоставления помощи при временных кризисных ситуациях;
- слабым участием в решении вопросов, связанных с производственно-техническими аспектами деятельности предприятия;
- желанием выйти из бизнеса после пяти - десяти лет.

В то же время между двумя группами инвесторов существуют важные различия. Венчурные капиталисты склоняются к тому, чтобы на всех стадиях развития предприятия инвестировать все большие суммы. Это объясняется тем, что как посредники они имеют в своем распоряжении капиталы многих финансистов, тогда как “ангелы” предоставляют обычно свои собственные средства. Поскольку обе группы диверсифицируют свой инвестиционный портфель, понятно, что “ангелы” в среднем инвестируют меньшие суммы. Отсюда следует, что ангелы предпочитают в первую очередь финансировать НИОКР и стартовые этапы. Поскольку потенциальному заемщику капитала на ранних стадиях бывает относительно трудно найти венчурного капиталиста, неформальный рынок венчурного капитала именно на этих стадиях оказывается главным источником, восполняющим нехватку финансовых средств. На более поздних этапах нередко приходится искать новых инвесторов, поскольку “ангелы” не могут или не хотят добывать необходимые суммы.

Неформальные инвесторы в большинстве случаев работают с предприятиями на местном уровне. Работа венчурных капиталистов, напротив, не очень привязана к местоположению предприятия. Привязка “ангелов” “к месту” имеет свои преимущества, поскольку они хорошо знают региональные особенности, имеют соответствующие контакты и могут быстро реагировать в сомнительных случаях. Однако значимость такой гибкости и знания местных условий по-разному оценивается каждым отдельным предприятием.

Деятельность компаний венчурного капитала в целом ориентирована, главным образом, на получение прибыли, что помогает избежать конфликта целей. “Ангелы”, кроме этого, часто просто хотят помочь друзьям или родственникам, что может привести к уходу

капитала в нерентабельные проекты, поскольку в этом случае решение об инвестициях не столько учитывает факторы экономики и организации производства, сколько пожелания определенных лиц.

Исследования показывают, что мотивация персонала, налаживание контактов с клиентами и создание продуктов обычно не находятся в центре внимания венчурного капиталиста. У “ангелов”, напротив, приоритетность этой деятельности выше. В то же время обмен опытом управления, привлечение новых менеджеров и помощь в поисках источников заемного капитала имеет у “ангелов” низший приоритет, тогда как венчурный капиталист придает этой деятельности сравнительно большое значение.

Венчурные капиталисты имеют более высокие стандарты в области управления своими инвестициями, чаще и детальнее, чем “ангелы”, оказывают необходимую помощь, если появляется угроза, что заданные цели не будут достигнуты. Такая помощь весьма полезна, когда предприятие попадает в трудное положение. “Ангелы” отслеживают свои инвестиции не так тщательно. Более формализованный образ действий венчурного капиталиста особенно полезен предприятиям с сильным техническим уклоном и малым опытом управления. И, напротив, опытные менеджеры считают более полезной гибкость “ангелов”.

Очень важным аспектом является оценка уровней рисков “ангелов” и венчурных капиталистов. Прежде всего это касается различий в стратегии снижения рисков “ангелов” и венчурных компаний в области рыночных рисков и рисков управления. Рыночные риски определяются как конкурентные условия, которые нельзя предусмотреть. Они зависят от размеров, роста предприятия, возможностей его выхода на рынок. Управленческие риски в принципе означают возможность возникновения конфликта интересов, отражают неуверенность в том, что предприниматель и венчурный капиталист не будут преследовать собственные интересы в ущерб выполнению условий договора. Анализ показывает, что венчурный капиталист большее значение придает рыночному риску. Сниженное внимание венчурных капиталистов к управленческим рискам объясняется тем, что имея большое предложение инвестиций, они могут выбирать предпринимателей. Кроме того они научились эффективно защищаться от этих рисков путем соответствующего составления контрактов. Так, например, контракты предусматривают смену менеджеров, если не достигнуты намеченные цели.

В противоположность этому “ангелы” могут предложить сравнительно небольшие инвестиции, они не могут достаточно полно оценить рыночные риски, поскольку не имеют соответствующих возможностей и аналитиков. Вследствие этого они преследуют другую стратегию снижения рисков, поручая эту задачу самому предпринимателю. Для этого “ангел” должен уделять большее внимание правильному выбору предпринимателя.

В свою очередь, предприниматель, понимающий, что рынок венчурного капитала предлагает инвесторов с разными стратегиями снижения рисков, может путем правильного выбора инвестора реализовать свои предпочтения в отношении профиля рисков. Предприниматель, который может убедить инвестора в своей компетентности и намерениях, может найти более эффективного партнера среди “ангелов”. Предприниматель, имеющий рыночные или технические преимущества, вероятно, вызовет больший интерес у венчурных капиталистов.

Если стоимость финансируемого венчурным капиталом предприятия, наряду со многими другими факторами, является функцией идеи продукта, качества менеджера и поддержки менеджмента инвестором, то рациональный предприниматель может максимизировать стоимость своего предприятия, выбрав лучшего инвестора (“ангела” или венчурного капиталиста). Успех отношений предприниматель – инвестор решающим образом зависит от того, насколько партнеры подходят друг другу. Неправильный выбор партнера может увеличить расходы предпринимателя. Помочь найти оптимальный выбор должен анализ сравнительных преимуществ и слабостей венчурного капиталиста и “ангела”. Из-за специфических страновых различий между группами инвесторов нельзя автоматически, без должного анализа перенести накопленный в других странах опыт на немецкую почву. Это особенно важно для инициаторов BAND и всех других сторонников неформального рынка венчурного капитала.

Таблица 1.
Этапы и цели венчурного финансирования

Этапы финансирования	Цели финансирования
Финансирование НИОКР	Финансирование идеи и процесса исследований и разработок вплоть до создания прототипов или концепции предприятия. Потребность в капитале еще сравнительно мала. Расходы на исследования не меньше, чем на других стадиях. В фокусе анализа находятся идея и личность предпринимателя. Расходы на обслуживание значительно выше, чем на других стадиях, и не покрываются доходами. Эта фаза считается завершенной, если исследования переходят в развитие.
Стартовое финансирование	Финансирование начальной фазы работы предприятия и подготовки производства на базе существующих прототипов. Потребность в капитале по сравнению с фазой финансирования НИОКР выше. Расходы на испытания и обслуживание остаются высокими и также не компенсируются доходами, при этом большое значение приобретают качества предпринимателя и его управленческие способности. Эта фаза считается завершенной, если продукт созрел для выхода на рынок.
Первая стадия финансирования	Финансирование запуска в производство и ввыхода продукта на рынок. Предприниматель выступает как поставщик на рынке. Потребность в капитале сильно растет. Накопившиеся расходы начинают компенсироваться первыми доходами.
Вторая стадия финансирования	Финансирование роста для проникновения на рынок. Потребность в капитале сильно возрастает. Кумулятивный поток денежной наличности на этой стадии постепенно меняется от отрицательных до положительных значений.

Третья стадия финансирования	Финансирование расширения производства и системы сбыта для использования потенциала рынка. Потребность в капитале сильно возрастает по причине расширения производства.
Последний этап финансирования	Финансирование приобретений, последующих изменений собственности, консолидации или реструктуризации, выкупов, санирования, а также промежуточное финансирование. Потребность в капитале на этой стадии весьма различна, но в большинстве случаев остается на высоком уровне.
Выход из бизнеса	Продажа доли собственности и реализация дохода от прироста капитала.

В.И.Шабаева

СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ

Венчурный бизнес в России, в отличие от Запада, где он развивался на протяжении десятилетий, формируется в специфических социально-экономических условиях. Среди них важно выделить следующие.

Во-первых, низкая инвестиционная активность в стране. За 90-е годы капитальные вложения в развитие производства из всех источников уменьшились в несколько раз. Помимо прочих причин, подобная ситуация связана с общей политической нестабильностью в стране и отсутствием перспективной экономической политики государства. Классический пример “эффекта вытеснения” инвесторов с денежного рынка государство демонстрировало в ходе выпуска своих финансовых обязательств.

Во-вторых, отрыв финансовой системы, в частности, фондового рынка, от производства. На российском фондовом рынке активно продаются акции лишь немногих компаний, внебиржевой рынок до сих пор находится в зачаточном состоянии, не давая осуществить цивилизованный “выход из бизнеса”.

В-третьих, существующая налоговая система, с одной стороны, толкает предприятия на сокрытие реальных доходов, препятствуя созданию цивилизованного фондового рынка, для которого важна “прозрачность” финансовой отчетности, а не “оптимизация налогообложения”, а с другой стороны, препятствует росту самофинансирования предприятий.

Современная ситуация в России породила так называемый “синдром времени”, характерный для бедных стран, то есть расточительность в отношении нематериального фактора времени и бережливость в отношении материальных товаров. Потребительский рынок в России с точки зрения емкости и платежеспособности вряд ли можно назвать технологически ориентированным. С начала 90-х годов в российской экономике выросла доля “реликтовых укладов”, возникших еще до 20 века, сельскохозяйственная продукция производится в личных подсобных хозяйствах с помощью самых примитивных технических средств. Одновременно сократилось использование так называемых постиндустриальных технологий пятого уклада.

Еще одним важным моментом является острая нехватка профессиональных менеджеров, которые могли бы стать посредниками

между источником капитала и объектом его приложения, не говоря уже о таком важном, особенно для компаний, находящихся на стартовом этапе, институте как “ангелы бизнеса” (business angels), т.е. управленцев с большим опытом работы и собственным солидным капиталом для вложений. А ведь уровень менеджмента играет особую роль именно в новой компании, так как успех предприятия зависит часто не от создаваемого продукта, а от умения им грамотно распорядиться на рынке.

Наконец, венчурным инвестициям в технологический бизнес препятствуют слабая культура предпринимательства во многих фирмах, основанных российскими учеными, отсутствие высококвалифицированного слоя менеджеров, неспособность объективно оценить рыночные перспективы коммерциализуемой научно-технической разработки, неурегулированность прав на интеллектуальную собственность между ее разработчиками и научным учреждением, в стенах которого проводилась научная работа. Кроме того, многие лидеры малых инновационных предприятий неохотно идут на переговоры с венчурными инвесторами, поскольку не желают терять контроль над своим бизнесом и не хотят подпускать к нему никого со стороны. Они, как правило, предпочитают пользоваться банковскими кредитами, а еще лучше – льготными кредитами от Фонда Содействия и других государственных фондов поддержки предпринимательства.

Этот комплекс проблем в принципе решаем при условии действительного желания руководителей молодых фирм, создаваемых для внедрения новых технологий, создать мощный и быстрорастущий бизнес. Ученые, занимающиеся коммерциализацией своей интеллектуальной собственности, зачастую ограничивают свои задачи пополнением скудного бюджета научного работника доходом от продажи нескольких собранных “на коленке” приборов. Если же у лидера фирмы есть ориентация на быстрый рост, то сомнений в преимуществе венчурного инвестирования у него, как правило, не возникает.

Привлечение грамотных специалистов в области бизнес- и технологического консалтинга позволит малой инновационной фирме решить комплекс многочисленных проблем, затрудняющих взаимодействие с венчурными инвесторами. Как показывает опыт российских фирм, действующих в научно-технической сфере, при подготовке фирмы к получению венчурных инвестиций особенно важно проведение следующих работ:

- технологический аудит;
- оценка нематериальных активов и достижение ясности с правами на интеллектуальную собственность фирмы;
- формирование управленческой команды и работа по управлению персоналом;
- разработка маркетинговой стратегии;
- разработка бизнес-плана;
- обеспечение финансовой прозрачности деятельности фирмы;
- внедрение системы управления качеством (14).

В России накоплено огромное число невостребованных научных открытий и изобретений при наличии широкого поля для их реализации. Также накоплен значительный человеческий капитал, не находящий полезного применения. Эта невостребованность вызывает зависимость от импорта зарубежных технологий, а также широкомасштабную “утечку мозгов”. По данным социологических опросов в аэрокосмической промышленности России желание работать за границей высказывают в среднем 80% научно-технического персонала, а в атомной промышленности - 53%. При этом в обеих названных отраслях желание работать за границей высказывают все 100% персонала в возрасте до 30 лет (4, с. 108). В то же время одним из главных козырей Запада в растущем политическом и экономическом противостоянии с азиатскими конкурентами является инновационный бизнес. Развитие последнего в России на основе, в том числе, и венчурного финансирования, при создании благоприятной правовой и экономической базы может воспрепятствовать окончательному втягиванию страны в систему “колониальной демократии”.

В начале 90-х годов американские эксперты выявили более 3 тысяч технологий в области космоса и ядерной энергетики, которые в США отсутствуют или значительно уступают российским, вследствие чего был отменен ряд ограничений на импорт новейших технологий из стран СНГ (3, с. 54). Так, ряд академических институтов России заключил соглашение с Ливерморской национальной лабораторией, занимавшейся разработкой военных программ, в том числе и СОИ. В России возникло множество коммерческих информационных организаций, занимающихся сбором сведений в области научных изобретений, с последующей их передачей для коммерциализации за рубежом, что, как правило, происходит без выплаты авторского вознаграждения.

Однако у России еще есть огромный интеллектуальный потенциал, обширный запас двойных технологий, созданных в системе ВПК. Соединив эти два компонента с возможным использованием утекающего сейчас из страны капитала, объем которого, по некоторым данным, составляет около сотни миллиардов долл. в год, можно создать эффективный инновационный механизм. Необходимо развитие и государственная поддержка созданных на базе крупных научных центров страны, таких, как Москва, Санкт-Петербург, Новосибирск, закрытых административно-территориальных образований (примерами могут служить Жуковский, Кремлев (Арзамас-16), Красноярск-26), технопарковых структур, научно-производственных территориальных комплексов, задачей которых является обеспечение благоприятных условий для развития малых наукоемких фирм.

Пребывающий в кризисном состоянии ВПК России мог бы также стать местом приложения венчурного капитала. Одной из причин неудачной конверсии было то, что с самого начала она была ориентирована на получение от нее максимальной экономической выгоды и в кратчайшие сроки. Но именно в сфере ВПК в основном создаются и используются новейшие технологии, связанные, например, с разработками высокоинтеллектуального оружия. Использование "двойных технологий" в гражданском секторе связана со сложностями коммерциализации результатов научных исследований в военной сфере. Сохранившаяся громоздкая система НИИ, засекречивание разработок, а не их патентование, практическое отсутствие в стране развитого института инновационного посредничества между капиталом и наукой создают дополнительные трудности на пути привлечения капитала в российский ВПК. Но основной вопрос здесь - решение проблемы собственности. Многие предприятия не подлежат акционированию, следовательно не представляют для инвесторов интереса. Финансирование их из государственного бюджета, учитывая возможности страны, делает их дальнейшее развитие проблематичным. Необходимо выделение из системы ВПК малых наукоемких фирм, использующих технологии, применимые в гражданском производстве, и вывод их работы не только на уровень продажи лицензий, но и с ориентиром на производство продукции на базе полученных технологий. Корпоративный контроль мог бы осуществляться в форме государственного холдинга с привлечением иностранных инвесторов, в том числе венчурного капитала. При нехватке опытных управленцев

возможно было бы на одном из этапов финансирования привлечение профессиональных менеджеров из-за рубежа.

Для повышения привлекательности инвестиционных проектов особенно важны усилия государства на этапе довенчурного финансирования, в частности по созданию инкубаторов бизнеса. В России есть опыт работы с малыми наукоемкими фирмами в рамках существующих нескольких инновационно-технологических центров.

Научный Парк МГУ им. М.В.Ломоносова – один из крупнейших инновационно-технологических центров (ИТЦ) России, на территории которого расположены 40 малых инновационных предприятий, задействовано 2500 работников, в том числе преподаватели, студенты, аспиранты и сотрудники МГУ, получившие возможность коммерчески реализовать свои высокотехнологические проекты, не покидая стен университета.

Научный Парк МГУ оказывает фирмам широкий спектр услуг, начиная от технического сервиса (аренда помещений, услуги секретарей, прием-рассылка корреспонденции) и до консультационного (помощь в составлении бизнес-планов, содействие в поиске источников финансирования, взаимодействие с российскими и зарубежными инновационными структурами, организация выставок). С момента создания Научного Парка здесь работает компания “Агама”, являющаяся автором таких известных программ, как “Пропись”, “Виртуоз”. Компания “Агама” является создателем первого русскоязычного поискового сервера в Интернете (9).

В начале 1999 г. состоялось открытие Информационно-аналитического Центра, финансирование строительства которого осуществлялось как за счет средств Федерального бюджета, так и за счет средств малых и средних инновационных предприятий ИТЦ МГУ. На территории Центра, площадь которого составляет около 8000 кв.м., разместились компании, занимающиеся разработкой программных продуктов, производством компакт-дисков. После ввода здания Информационно-аналитического центра общее количество фирм в ИТЦ достигло 40, а число занятых 2500 человек (9).

На территории России в 1998 году действовало более 40 венчурных фондов, представленных как российским так и иностранным капиталом (10).

В 1993 г. Европейский банк реконструкции и развития начал программу развития региональных фондов венчурного капитала (РВФ)

на территории Российской Федерации. К настоящему времени подобные фонды созданы в одиннадцати регионах России:

- Смоленский;
- Уральский (Челябинская, Пермская, Свердловская области);
- Санкт-Петербургский (Санкт-Петербург и Ленинградская область);
- Дальний Восток и Восточная Сибирь (Красноярский край и все регионы к востоку);
- Нижнее Поволжье (Самарская, Саратовская, Волгоградская области);
- Северо-Западный (Архангельская и Мурманская области и Республика Карелия);
- Южный (Ростовская область. Краснодарский и Ставропольский край);
- Центральный (Ивановская, Ярославская, Владимирская области, юго-запад Костромской области);
- Западный (Новгородская, Псковская, Тверская и Вологодская области);
- Западная Сибирь (Алтайский край, Новосибирская, Кемеровская и Томская области);
- Центрально-Черноземный (Воронежская, Липецкая, Белгородская, Курская и Тамбовская области).

Основными принципами деятельности РВФ являются:

- размер одной инвестиции должен находиться в пределах от 1 до 9 млн. долларов США;
- представляемые средства должны использоваться на финансирование нового проекта, включая оборотный капитал. Главным критерием при этом будет адекватность ожидаемого дохода с имеющимся риском;
- не менее 75% акций инвестируемого предприятия должно находиться в собственности частных акционеров;
- инвестиции можно осуществлять в любую отрасль экономики, за исключением производства табака, крепких алкогольных напитков; производства вооружений или производства, 25% и более доходов от которой связано с обороной; азартных игр; спекулятивных операций, включая спекуляцию недвижимостью; оказания банковских, страховых и финансовых услуг, а также в предприятия, занимающиеся аморальной

или незаконной деятельностью, или предприятия, занесенные в "черный список" ЕБРР по природоохранным соображениям (13).

Региональные венчурные фонды намереваются работать совместно с другими финансовыми институтами и со-инвесторами, в том числе и стратегическими партнерами. Все фонды управляются компаниями, имеющими соответствующий опыт работы. Каждая управляющая компания имеет в регионе команду, которая выполняет работу на месте. В обязанности управляющей компании входит выбор объектов для инвестиций, их реализация и сопровождение, а также обеспечение представительства ЕБРР в советах директоров компаний.

Все РВФ будут функционировать в течение 10 лет. При этом предполагается, что инвестиции будут осуществлены в первые четыре года деятельности, а после 10 лет фонды продадут свои доли в компаниях. Доходы РВФ прежде всего должны достигаться за счет прироста стоимости капитала компаний (13).

С одной стороны, деятельность РВФ ЕБРР играет положительную роль в развитии рынка венчурного капитала в России, так как:

- позволяет другим управляющим компаниям узнать, как венчурный капитал может эффективно действовать в России;
- способствует приходу на российский рынок частных инвесторов, играя, таким образом, роль катализатора;
- способствует формированию российских профессионалов венчурной индустрии.

Вместе с тем, по ряду причин РВФ ЕБРР не следует рассматривать как серьезный источник инвестиций для технологического бизнеса. Причины эти таковы.

Во-первых, РВФ поддерживают проекты на достаточно продвинутой стадии развития, а не на стартовой. Фирма - претендент на инвестиции должна иметь значительный объем продаж, соизмеримый со средним размером инвестиции РВФ (минимум 300-500 тыс. долл., в среднем 1-2 млн. долл.). Для малых предприятий на исследовательской и стартовой стадиях необходимый объем инвестиций составляет, как правило, 50 тыс. долл. (14).

Во-вторых, оценка рисков руководителями РВФ (а эти фонды по сути являются бюджетными организациями) не является исключительно рыночной оценкой. Это означает, что минимизация риска в их работе не соответствует критериям, необходимым при рассмотрении любого

инвестиционного проекта. Это, скорее, оценка бюрократа, который всегда может списать на “русские условия” решения не финансировать проекты. У директоров РВФ есть сильная мотивация не предоставлять инвестиции, и нет достаточной мотивации максимизировать доход на капитал фонда. Таким образом, РВФ не являются в полной мере рыночными институтами. Отсюда и крайне малое число проектов, получивших инвестиции от РВФ в России за последние несколько лет.

Из 10 РВФ только Российский технологический фонд ориентирован на инвестиции в высокотехнологические проекты. Хотя директора РВФ осознают, что именно такие проекты могут обеспечить наибольший рост дохода на вложенные средства, они крайне неохотно их рассматривают, в том числе из соображений “техно-национализма”: есть опасения (часто оправданные), что проекты в сфере высоких технологий, которым РВФ обеспечили мощную финансовую поддержку, смогут бросить вызов западным промышленным лидерам на отдельных региональных рынках. Эти опасения тем более оправданы, если учесть, что проекты в традиционных отраслях (пищевая и т.д.) ориентированы в основном на внутренний рынок, а высокотехнологические проекты наиболее эффективны только в случае экспорта на международные рынки (14).

В качестве примера деятельности РВФ на территории России приведем опыт работы одного из них в Центрально-черноземном районе.

Центрально-Черноземный Венчурный Фонд управляется специально созданной голландской компанией "Rabo Black Earth" ("РАБО –Черноземье"). Компания представляет собой консорциум, возглавляемый РАБО Банком (Нидерланды), крупнейшим сельскохозяйственным банком мира. В консорциум также входят бельгийская инвестиционная компания, а также ряд голландских фирм, специализирующихся в области инвестиций и финансов (13).

В январе 1998 г. Фонд осуществил первоначальные инвестиции в ЗАО "Полипак" (г. Железнодорожный, Московская область), являющееся ведущим производителем различных видов полиэтиленовой и полипропиленовой пленки. В июне 1999 г. Фонд осуществил второй раунд инвестирования для дальнейшего увеличения производственных мощностей компании и расширения номенклатуры продукции. В июле 1998 г. Фонд инвестировал в ОАО "Стройдеталь" (г. Липецк). Компания является одним из крупнейших производителей железобетонных изделий в регионе. В октябре 1999 г. Фонд инвестировал в ЗАО

"Кодотел" (г. Воронеж), а также в ОАО "Липецкий холодокомбинат", которое является крупнейшим производителем мороженого в регионе (13).

В 2000 году компанией Eagle Venture Partners, которая представляет собой объединение нескольких региональных венчурных фондов ЕБРР, было приобретено 16,7% акций одного из ведущих предприятий российской парфюмерно-косметической отрасли - концерна "Калина". В состав Eagle Venture Partners в том числе входят такие региональные фонды ЕБРР как RABO Black Earth B.V. и GIMV/CORTEQ Uralsfund B.V. Иностраным инвестором поледнего фонда является бельгийский венчурный фонд GIMV. Стратегической целью Eagle Venture Partners является продажа пакета купленных акций по истечении 5-7 лет после начала проекта (2, с. Б5).

Среди прочих проектов международных организаций в сфере венчурного капитала можно назвать "Русский технологический фонд". Он был создан в 1994 году при поддержке ЕБРР, чье участие составило 30% от формирующегося фонда. 20% фонда принадлежит Международной Финансовой Корпорации, присоединившейся к проекту в 1995 году. Среди его частных инвесторов преобладают профессиональные "венчурные капиталисты" из США, Великобритании, стран Бенилюкса, которые вкладывают личные, а не корпоративные деньги (1, с.22).

Основное направление деятельности венчурных фондов, созданных при поддержке международных финансовых организаций, состоит в поддержке формирования в России рыночных отношений. Однако проводимую ими политику нельзя назвать активной. Прочие иностранные венчурные фонды либо лишь юридически обозначили свое присутствие на нашем рынке, либо, в случае участия государства в их капитале, в основном преследуют интересы своих стран. К последним можно отнести такие фонды, как TUSRIF (The United States – Russia Investment Fund) и Defence Enterprise Fund, которые образованы из средств правительства и Министерства обороны США соответственно; Investment Fund for Central and Eastern Europe (Дания), деятельность которого поддерживается государством, состав совета директоров фонда утверждается Министром иностранных дел Дании; Agribusiness Partners International, акционерный капитал которого гарантирован Министерством сельского хозяйства США и частной инвестиционной корпорацией Overseas Private Investment Corporation (OPIC). Другими словами, 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 руководство датского фонда не скрывает протекционистской направленности своей деятельности. Как отмечается в годовом отчете фонда за 1998 г., наиболее значительным эффектом его деятельности является рост экспорта в страны Центральной и Восточной Европы в 90-е годы. Многие датские предприятия включили инвестиции в стратегию проникновения на рынки, защищенные тарифными барьерами (10).

Капиталы фондов AIG-Brunswick и Russia Partners сформированы финансовыми учреждениями, инвестиционными организациями, пенсионными фондами, частными лицами и компаниями США. Несомненно, эти фонды более свободны от необходимости учитывать в своей деятельности политические соображения. Солидность фондов и надежность вложения в них капиталов обеспечивается гарантиями ОРИС, 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). Более того, перед одобрением инвестиционного проекта ОРИС оценивает его согласуемость с экономическими и внешнеполитическими интересами США. Таким образом, деятельность фондов этой группы учитывает национальные интересы сформировавших их капиталов, что, впрочем, несколько не умаляет ее значения для поддержки экономики России и продвижения на российский рынок технологий венчурного бизнеса (10).

В конце 1997 года Министерством науки и технологий при поддержке Министерства финансов РФ был проведен конкурс на управляющую компанию Российским венчурным фондом, победителем которого был объявлен научно-производственный центр "Солитон". А 23 сентября 1998 года в качестве управляющей компании была зарегистрирована Объединенная компания высокорискового инновационного финансирования (ОК "ВИНФИН"), в состав учредителей которой помимо НПЦ "Солитон" вошли федеральный Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической

сфере и московский Комитет по науке и технологиям. Государственное участие в этом Фонде представлялось как дополнительный стимул для частных инвесторов с целью привлечения капитала.

В 1996 году при поддержке администрации Самарской области и Государственного фонда содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере был учрежден Государственный венчурный фонд Самарской области. Основные стратегические направления деятельности Фонда:

- привлечение финансовых средств для долевого кредитования инновационных проектов и венчурного инвестирования малых предприятий;
- содействие малым инновационным предприятиям в области лизинга производственно-технологического оборудования;
- обеспечение поручительств за субъекты малого предпринимательства;
- аудит коммерциализуемости и трансфера наукоемких технологий;
- мониторинг инновационного потенциала малых инновационных предприятий Самарской области;
- консалтинговые услуги по наукоемкому бизнесу;
- инфраструктурная поддержка малых предприятий (12).

Отдельно необходимо сказать об опыте применения венчурного капитала в сфере "новой экономики" России. В целом, общий объем венчурных инвестиций в высокотехнологичные проекты, осуществляемые в Российской Федерации, до последнего времени оставался незначительным. Сейчас иностранные компании заинтересованы, главным образом, в аутсорсинге (привлечении внешних ресурсов), и оффшорном (контрактном) программировании, основанным на привлечении российских специалистов в области информационных технологий для работы над программными продуктами и приложениями. Здесь уместно вспомнить пример Индии, экспортирующей программное обеспечение на миллиарды долларов в год и выпускающей более сотни тысяч специалистов по информационным технологиям (ИТ) в год.

Венчурные инвестиции в российский сектор "новой экономики", начавшиеся на излете венчурного бума в США, требуют реальных цифр объемов продаж и прибыли. Поэтому объема венчурного финансирования, аналогичного европейскому, видимо, ожидать не приходится. Здесь играет роль и значительное отставание количества пользователей Интернетом (около 3 млн. пользователей) по сравнению с

развитыми странами, где доступ в Интернет уже считается границей бедности, а также тот факт, что Интернет еще не стал в полной мере частью российской корпоративной системы. Для развития высокотехнологичных отраслей, связанных с ИТ, политика государства должна быть основана на стимулировании данного бизнеса и решении вопросов обеспечения его инфраструктуры, а не на прямом регулировании отрасли, увязываемым зачастую с интересами национальной безопасности. Для стимулирования венчурного финансирования необходима продуманная государственная поддержка на основе программно-целевого подхода, которая помимо системы грантов, дотаций, схем страхования, например имущественных рисков, должна включать в себя и такую форму стимулирования, как налоговые освобождения, касающиеся научно-технического развития предприятий. Например, право вычета расходов на НИОКР из налогооблагаемой прибыли косвенно содействует и росту рискованных инвестиций. С другой стороны, развитие венчурного бизнеса не должно быть самоцелью, а фактором успешного роста наукоемких отраслей, важнейшего компонента экономического ядра российской экономики. В Японии, например, венчурному капиталу отводится особое место в процессе отхода от исчерпавшей себя индустриальной модели национального хозяйства. Необходимо расширение объектов венчурного финансирования, в том числе и на уровне работы с молодежью, которая может служить объектом «пред-до-венчурного финансирования». Так, одним из направлений работы Патентного ведомства США являлась долгосрочная программа «Проект Экс-Эль», начатая в 1987 году. Цель этой программы - повышение конкурентоспособности национальной экономики путем стимулирования творческой активности молодежи, с привлечением около тысяч преподавателей различных учебных заведений, а также детей и подростков.

Важным объектом венчурного финансирования в России является человеческий капитал, который ценится в мире по-прежнему довольно высоко, особенно, в области генерации идей. Например, одна из самых популярных игр компании Nintendo «Тетрис» была создана в России. Венчурный капитал, вкладываемый в отрасли ИТ России представлен в большинстве случаев иностранными инвесторами. Одним из первых примеров можно считать приобретение в марте 2000 года за 1,8 млн. долл. 55% акций интернет-магазина Ozone.ru компанией ru-Net Holdings, созданной московской брокерской конторой United Financial Group и инвестиционной компанией Baring Vostok Capital Partners,

которая является российским отделением финансовой группы ING. В мае той же компанией было куплено 35% поисковой системы Яндекс (15). В целом активность венчурных капиталистов на рынке ИТ России можно объяснить ожиданием прихода в страну в поисках новых рынков таких гигантов отрасли, как AOL или "Yahoo!". В дальнейшем, в качестве выхода из бизнеса стоит ожидать именно перепродажу купленных российских ресурсов крупным фирмам ИТ.

Весной 2000 года Московская Межбанковская Валютная биржа (ММВБ) объявила о планах организации площадки для торговли акциями высокотехнологичных компаний. Вместе с ММВБ в проекте участвует консалтинговое агентство PricewaterhouseCoopers. Вывод первых эмитентов планировался на лето, но даже к концу осени сектор "Высокие технологии" находится в стадии разработки: ведутся переговоры с компаниями (8). Листинг для ИТ- и Интернет-компаний предложено упростить, заменив предоставление финансовой отчетности аудитом бизнес-плана, что в перспективе может угрожать ликвидности нового рынка. Тем более, что новые, действительно перспективные компании наверняка предпочтут осуществлять первоначальное размещение акций сразу на американском (в форме американских депозитарных расписок - ADR) или европейском рынках, особенно учитывая возможное появление представительства NASDAQ в России. О своих планах создания сектора высокотехнологичных компаний в этом году объявила и Российская Торговая Система. Для подобных компаний также может быть введена упрощенная процедура листинга.

Созданным в РФ государственным и муниципальным структурам поддержки малого бизнеса также следует учитывать опыт американских инвестиционных компаний малого бизнеса (SBIC), действующих по лицензии Администрации по делам малого бизнеса (АМБ) США. Они также финансируют малые предприятия, но из-за необходимости платить проценты и возвращать основные суммы долга АМБ и кредитным учреждениям, участию в капитале новых компаний предпочитают выдачу им займов. К тому же одним из основных недостатков подобных государственных фондов является их быстрая "бюрократизация" и, как следствие, низкая эффективность в работе.

В 1998 году Государственный комитет по поддержке малого предпринимательства выступил с идеей о необходимости государственной поддержки самоорганизации венчурных союзов, создаваемых на основе коллективного финансирования, коллективного распределения рисков этого финансирования, коллективной

предпринимательской инициативы. Капиталовложения подобных союзов должны быть максимально диверсифицированы. Специально для покупки акций подобных венчурных союзов и участия в их капитале государством должен быть создан специальный Венчурный фонд, доходы от деятельности которого будут направляться в венчурные союзы для реализации их конкретной деятельности.

В российском законодательстве до последнего времени не было ясного определения понятия “венчурный капитал”, а также его субъектов и т.д. В Указе Президента РФ от 1 июля 1996 года “Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в РФ” венчурными компаниями названы “вновь созданные компании, включая нелицензированные финансовые компании, привлекавшие средства населения” (5).

В 1999 - 2000 годах в России были приняты документы, которые определили отношение государства к венчурному финансированию:

- Постановление Правительства РФ от 31 декабря 1999 года № 1460 "О комплексе мер по развитию и государственной поддержке малых предприятий в сфере материального производства и содействию их инновационной деятельности", в котором идет речь в том числе о "создании финансовых институтов венчурного инвестирования малых предприятий" и "разработке предложений о стимулировании венчурного инвестирования в малый инновационный бизнес" (5).

- "Основные направления развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 годы", во исполнение которых было принято решение о создании Венчурного Инновационного Фонда (фонда фондов), который будет принимать долевое участие в создании региональных венчурных фондов, ориентированных на инвестиции в научно-техническую сферу России.

- Постановление Правительства РФ от 14 февраля 2000 г. № 121 "О федеральной программе государственной поддержки малого предпринимательства в Российской Федерации на 2000-2001 годы" (5).

В настоящее время Российской ассоциацией венчурного финансирования и Национальным венчурным фондом разрабатываются проекты Закона о венчурной деятельности в РФ.

Особо стоит отметить роль “культуры предпринимательства” в обществе, как одного из главных факторов развития венчурного бизнеса. Короткий период развития предпринимательства в России, начиная с конца XIX в., показал его роль в экономическом развитии страны (1,

с.110). В современной же России при отсутствии у большинства населения понятий и навыков предпринимательства, с одной стороны, и неразвитости системы обучения предпринимательской грамотности, отсутствии широкой разъяснительной работы среди населения о новых рыночных “правилах игры” - с другой, говорить о данной “культуре предпринимательства” невозможно. Важнейшим вопросом сейчас является развитие экономического и управленческого образования, обучение предпринимательской грамотности широких слоев населения, формирование активной прослойки общества и создание условий для предпринимательских структур, в том числе действующих в сфере венчурного бизнеса.

К.О.Пинюгин

Список литературы

1. Инвестирование в инновационный бизнес : Сб. ст. / Акад. нар. хоз-ва при Правительстве Рос. Федерации; Сост. и общ.ред. Фонштейн Н.М. - М., 1996. - 270 с.
2. Коломейская И. "Калина" хочет вырасти в 10 раз // Ведомости. - М., 2000. - № 212. - С.Б5.
3. Лебедева Е.А. Инновационный бизнес в США / РАН. ИМЭМО. - М., 1994. - 61 с.
4. Липсиц И.В. Нецадин А.А. Промышленная политика России: принципы формирования и механизмы реализации // Общество и экономика. - М., 1997. - № 5. - С.108.
5. [www.referent.ru/ 1/ 19169](http://www.referent.ru/1/19169)
6. [www.referent.ru/ 1/ 36234](http://www.referent.ru/1/36234)
7. [www.referent.ru/ 1/ 37029](http://www.referent.ru/1/37029)
8. NASDAQ по русски: ждать или забыть?//[www.cnews.ru/ comments](http://www.cnews.ru/comments)
9. www.fasie.ru/fond/itc/mgu.htm
10. Алипов С., Самохин В. Зарубежный венчурный капитал в России//www.rvca.ru/webrvca/4.rtf
11. www.rvca.ru/webrvca/maindir.htm
12. www.sme.ru/orgs/venfund/fund/otdoc/articles/yamintech.htm
13. [www.sodeistvie.chernozem.ru/ 11_99/ article_16.htm](http://www.sodeistvie.chernozem.ru/11_99/article_16.htm)
14. Бунчук М. Как увеличить предложение венчурного капитала в России// [techbusiness .ru/ tb/ archive/ number3/ page01.htm](http://techbusiness.ru/tb/archive/number3/page01.htm)
15. www.venture-nvf.ru