ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ: ИСТОРИЯ ИЗУЧЕНИЯ, СУЩНОСТЬ, ТЕРМИНОЛОГИЯ $^{ m I}$

«Очевидно, «венчурный капитал», как термин, впервые использовал Jean Witter на общественном форуме в его президентском адресе конвенту Ассоциации инвестиционных банкиров США 1939 г.», именно так, ссылаясь на Ph. D. диссертацию M. L. Reiner «Трансформация венчурного капитала: история формирования венчурного капитала в США», указал профессор Университета Калифорнии М. Кеппеу в статье, подготовленной для Международной энциклопедии социальных и поведенческих наук, а также, опубликованной в качестве Рабочего доклада Круглым столом Беркли по мировой экономике².

Однако, в марте 2004 г., в Рабочем докладе, подготовленном в соавторстве с израильскими экономистами G. Avnimelech и M. Teubal, M. Kenney выразил иную точку зрения: «В начале 1938 г., Lamot du Pont, бывший в то время президентом Du Pont, использовал термин «венчурный капитал», хотя термин, возможно, уже использовался в академических кругах Бостона»³.

В декабре 2004 г., Круглым столом был опубликован Рабочий доклад № 163 «Формирование венчурного капитала: взлет и падение Американской корпорации исследований и развития», в котором профессор М. Кеппеу, в соавторстве с D. Н. Нѕи, исследователем Университета Пенсильвании, с оговоркой «возможно», утверждает, что все же «самое раннее использование термина «венчурный капитал»» принадлежит «Lammot DuPont, председателю Dupont Chemical, в ежегодном отчете 1938 г.»⁴.

Безусловно, М. Кеппеу является одним из ведущих исследователей индустрии венчурного капитала, и не только на территории США, но и за пределами страны, а Круглый стол Беркли по мировой экономике можно причислить к одному из лидирующих научных центров, в рамках данного исследования, автор считает возможным придерживаться позиции, изложенной в работах М. L. Reiner, так как ни в одном из указанных Рабочих докладов Круглого стола нет ссылок на первоисточники, и что не менее важно, история формирования венчурного капитала не выступала в качестве объекта исследования.

«Никто, в рамках высокого подоходного налога, не собирается предоставлять венчурный капитал и брать риск, который требуют новые и расширяющиеся предприятия, и, таким образом, помогать созданию новых рабочих мест, если в случае успешной сделки тяжелые налоги поглощают большую часть прибыли», - именно так, цитируя по М. L. Reiner⁵, сказал J. Witter, из инвестиционной банковской фирмы Dean Witter & Co. г. Сан - Франциско, на конвенте Ассоциации инвестиционных банкиров США в 1939 году. По словам М. L. Reiner, для J. Witter венчурный капитал не являлся специализированной сферой финансирования, а ско-

¹ Автор выражает благодарность московскому секретариату Консорциума экономических исследований и образования. Все ошибки и неточности автора. Комментарии и отзывы приветствуются. Адрес для корреспонденции: MChepenko@yandex.ru.

² Kenney M. Note on «venture capital». - Berkeley roundtable on the international economy, University of California, Berkeley. - BRIE working paper № 142, 2000. - P. 2.

³ Avnimelech G., Kenney M., Teubal M. Building venture capital industries: understanding the U. S. and Israeli experiences. - Berkeley roundtable on the international economy, University of California, Berkeley. - BRIE working paper № 160, 2004. - P. 18.

 $^{^4}$ Hsu D. H., Kenney M. Organizing venture capital: the rise and demise of American research & development corporation, 1946 - 1973. - Berkeley roundtable on the international economy, University of California, Berkeley. - BRIE working paper No 163, 2004. - P. 13.

⁵ Reiner M. L. Innovation and the creation of venture capital organizations // Business and economic history. - 1991. - Vol. 12, № 2. - P. 201.

рее традиционным компонентом инвестиций некоторых богатых людей в «бизнес на экспериментальных стадиях» 1 .

Рассмотрение инвестиций венчурного капитала, как уже устоявшейся практики обеспеченных американских семей, таких как Vanderbilts, Whitneys, Morgans, Rockefellers, характерно не только для практика J. Witter, но и для многих исследователей 30 - 40 - х годов, рассматривающих единственным источником венчурного капитала «большие частные накопления богатства»².

Но не все исследователи разделяли данную точку зрения, С. С. Abott в качестве потенциальных инвесторов рассматривал «частных персон, которые традиционно обеспечивали большую долю венчурного капитала», причем «более половины или, возможно, значительно больше половины персональных сбережений были доступны для общества из доходов превышающих 5000 долл.»³, и определял их как «частных капиталистов», а в качестве «рядового инвестора» рассматривал вымышленного адвоката J. Q. Welch⁴.

Следует отметить, что среди исследователей не было единого, утвердившегося термина, который мог бы охарактеризовать данные инвестиции. Так, наряду с термином «венчурный капитал» («venture capital») встречаются:

```
«авантюрный капитал» («adventure capital»<sup>5</sup>);
«индивидуальные рискованные инвестиции» («individual risk - investments»<sup>6</sup>);
«рискованные инвестиции» («venturesome investments»<sup>7</sup>);
«частные авантюрные деньги» («private - adventure money»<sup>8</sup>).
```

Основной проблемой, рассматриваемой в исследованиях данного периода, выступал рост налогообложения и его негативное влияние на капитал, доступный для инвестирования в малый бизнес. Рост объема инвестиций венчурного капитала, в условиях последствий Великой Депрессии, рассматривался как один из факторов, способных снизить «потребность в капитале предприятий малого бизнеса, эмиссии ценных бумаг которых не могли быть удовлетворительно или экономично размещены через существующие каналы» 9.

Инвестиции венчурного капитала, в подавляющем большинстве, носили спекулятивный характер 10 : «... рискованные инвестиции зависят в значительной степени от перспективы необыкновенной прибыли, которую часто можно получить лишь в форме дохода от продажи активов» 11 .

 $^{^{1}}$ Reiner M. L. Innovation and the creation of venture capital organizations // Business and economic history. - 1991. - Vol. 12, № 2. - P. 201.

² De Vegh I. Savings, investment, and consumption (in the status and role of private investment in the American economy, 1940) // The American economic review, Papers and proceedings of the fifty - third Annual meeting of American economic association. - 1941. - Vol. 30, № 5. - P. 243..

³ Abbott C. C. The availability of new equity capital // The American economic review. - 1942. - Vol. 32, № 1. - P. 132 ⁴ Abbott C. C., Zuckert E. M. Venture capital and taxation // The quarterly journal of economics. - 1941. - Vol. 55, № 4.

⁵ Bullock C. J. Reform versus recovery // The review of economic statistics. - 1934. - Vol. 16, № 12. - P. 261.

⁶ Bronfenbrenner M. Diminishing returns in federal taxation? // The journal of political economy. - 1942. - Vol. 50, № 5. - P. 710.

⁷ Dickinson Z. C. Incentive problems in regulated capitalism (in postwar economics; economic theory in regulation to the long - run postwar situation) // The American economic review, Supplement, papers and proceedings of the fifty - sixth Annual meeting of American economic association. - 1944. - Vol. 34, № 1. - P. 161.

⁸ Samuel A. M. Has foreign investment paid? // The economic journal. - 1930. - Vol. 40, № 157. - P. 64.

⁹ Bosland C. C. The investment company act of 1940 and its background // The journal of political economy. - 1941. - Vol. 49. № 5. - P. 706.

¹⁰ Примечание: американские исследователи выявили тот факт, что «богатые жители Кливленда, кто приобрел доли в этих новых высокотехнологичных предприятиях, кажется, были мотивированы доходами, которые они ожидали получать от владения ими, нежели прибылью, которую они могли получить путем продажи акций после начального роста цены».

Источник: Lamoreaux N. R., Levenstein M., Sokoloff K. L. Financing invention during the Second industrial revolution: Cleveland, Ohio, 1870 - 1920. - National bureau of economic research, Cambridge. - NBER working paper № 10923, 2004. - P. 28.

¹¹ Seltzer L. H. Capital gains and the income tax // The American economic review. - 1950. - Vol. 40, № 2. - P. 376.

Исследования «первой волны» (конца тридцатых - начала пятидесятых годов) были ориентированы на изучение функционирования неформального рынка некотируемых акций, основными игроками на котором выступают бизнес - ангелы¹. Результаты исследований, и в настоящее время, могут быть весьма актуальными для стран с развивающимися индустриями венчурного капитала, Правительства которых желают проводить благоприятную, для индивидуальных инвесторов венчурного капитала, политику налогообложения.

Среди исследований данного периода, особо, по мнению автора, следует выделить работу D. Dillard, в которой автор сумел в одном предложении четко сформулировать сущность инвестирования венчурного капитала²: «Опытные рискованные люди будут свободно подвергать риску их капитал в новых и сомнительных предприятиях³ и, в случае успеха, будут получать доход, превосходящий их первоначальные инвестиции»⁴.

В дальнейшем, в исследованиях индустрии венчурного капитала, по сравнению с 1939 - 1955 гг., наблюдалось некоторое снижение интенсивности научных публикаций, которое сменилось очередным всплеском интереса к данной проблеме в середине семидесятых годов.

Новой вехой, в научных трудах, связанных с изучением специфики инвестирования венчурного капитала, явились исследования, объектом которых выступили коммерческие организации, чья деятельность была направлена на извлечение прибыли путем совершения инвестиций в акционерный капитал частных компаний.

Одной из первых работ, направленных на изучение данной проблемы и, по мнению автора, опередившей свое время и не заслуженно оставленной без внимания ученых - экономистов, является исследование С. А. Dauten, М. Т. Welshans «Инвестиционные компании развития»⁵.

В работе, в качестве объекта исследования, впервые выступили «инвестиционные компании развития», то есть фирмы венчурного капитала. Причем, данные компании рассматриваются как «новая форма финансовых организаций»⁶: «Инвестиционные компании развития - частные коммерческие организации, чья основная функция в предоставлении венчурного капитала, не доступного иными путями, молодым и растущим предпринимательским организациям»⁷.

В качестве основных характеристик деятельности инвестиционных компаний развития авторы выделили: активное участие в финансируемой компании, но не получение голосующего контроля; опытное управленческое ассистирование и руководство; продолжающееся финансовое содействие⁸.

Указанные компании «предпочитали финансировать предприятия, имеющие новые процессы или товары, или осуществляющие использование новых идей, имеющих конкурентные

3

¹ Термин «бизнес - ангелы», предположительно, исторически восходит к определению, данному частным инвесторам театра на Бродвее, которые, предоставив личный капитал, спасли театр от банкротства в конце XVIII века.

² Примечание: приведенное определение сущности инвестирования венчурного капитала характерно для инвестиционной практики бизнес - ангелов.

³ H. L. Towle определил подобные предприятия как «новые и рискованные» («new and risky ventures»). Источник: Towle H. L. Economic maturity: an industrial view // The journal of business of the University of Chicago. -1946. - Vol. 19, № 4. - P. 231.

⁴ Dillard D. Silvio Gesell's monetary theory of social reform (in communications) // The American economic review -1942. - Vol. 32. № 2. - P. 351.

⁵ Из более пятисот академических исследований, использованных автором при подготовке данной работы, связанных с изучением различных аспектов формирования и функционирования индустрии венчурного капитала, упоминание/ссылка на указанное исследование встретилась лишь в одном: Cornelius B. The institutionalisation of venture capital // Technovation. - 2005. - № 25. - P. 599.

⁶ Dauten C. Ä., Welshans M. T. Investment development companies // The journal of finance. - 1951. - Vol. 6, № 3. - P. 276.

⁷ Там же, Р. 276.

⁸ Там же, Р. 277.

преимущества»¹.

В Таблице 1 представлены основные инвестиционные компании развития США, причем, ни одна из компаний, к моменту опубликования исследования в 1951 г., не прекратила свою деятельность.

В кругах экономистов, занимающихся исследованиями индустрии венчурного капитала, общепринято начинать отсчет «современной эры» венчурного капитала с момента основания Американской корпорации исследований и развития (American research and development corporation).

Таблица 1 Основные инвестиционные компании развития США, данные на апрель 1951 г.

| № | Наименование компании | Расположение | Организационная форма | Дата образова- ния |
|----|---|----------------------|----------------------------|-----------------------|
| 1 | American research and development corporation | Бостон | Публичная корпо- рация | Июнь 1946 г. |
| 2 | New enterprises, Inc. | Бостон | Частная корпорация | Февраль 1946 г. |
| 3 | Rockefeller brothers, Inc. | Нью - Йорк | Частная корпорация | 1946 г. |
| 4 | Industrial capital corporation | Сан - Франци- ско | Частная корпорация | Май 1946 г. |
| 5 | J. H. Whitney & Company | Нью - Йорк | Партнерство | Февраль 1946 г. |
| 6 | Wm. A. M. Burden & Co. | Нью - Йорк | Партнерство | Июнь 1949 г. |
| 7 | Payson & Trask | Нью - Йорк | Партнерство | Июнь 1947 г. |
| 8 | Henry Sears & Co. | Нью - Йорк | Партнерство | Сентябрь 1949 г. |
| 9 | Fox, Wells & Company | Нью - Йорк | Партнерство | Февраль 1951 г. |
| 10 | T. Mellon & Sons | Питсбург | Партнерство (ассоциация) | Январь 1946 г. |
| 11 | Nathan W. Levin | Нью - Йорк | Индивидуальное предприятие | Сентябрь 1937 г. |

Источник: Dauten C. A., Welshans M. T. Investment development companies // The journal of finance. - 1951. - Vol. 6, N_2 3. - P. 277.

Однако, как видно из Таблицы 1, данную корпорацию нельзя определять как первую фирму венчурного капитала. Скорее, можно говорить об Американской корпорации исследований и развития, как о первой фирме венчурного капитала, достигшей существенного успеха в данной сфере инвестирования. Успех корпорации, в первую очередь, ассоциируется с единственной сверхприбыльной инвестицией в компанию Digital equipment company (DEC). Доля в DEC (77%), приобретенная в 1957 г. за 70000 долл. США через четырнадцать лет возросла в стоимостном выражении до 355 млн. долл. США. К тому же, Американская корпорация исследований и развития была первой фирмой венчурного капитала, которая, путем открытого размещения акций, привлекла средства широкого круга инвесторов (Приложение 1).

¹ Там же, Р. 277.

Значительная часть исследований, составляющая основу современных представлений об особенностях формирования и функционирования национальных индустрий венчурного капитала, была проведена с 1990 г. по 2004 г., но следует отметить, что существенное ослабление интереса к изучению данной сферы наметилось вскоре после краха «эры dot.com» / «обвала» котировок NASDAQ в первой половине 2000 года.

Наиболее известным и наиболее часто цитируемым исследованием современного времени является работа профессора делового администрирования Гарвардской школы бизнеса W. A. Sahlman «Структура и управление организациями венчурного капитала»¹.

Активное развитие национальных индустрий венчурного капитала в конце двадцатого века привело к вовлечению в исследования индустрии венчурного капитала широкого круга научных сотрудников, формированию интернациональных исследовательских групп и научных центров².

Наиболее известные исследовательские коллективы сформировались в нескольких образовательных учреждениях США. Это, в первую очередь, Гарвардский Университет (W. A. Sahlman, P. A. Gompers, J. Lerner, F. Hardymon) и Стенфордский университет (Т. F. Hellmann, M. Puri, L. Lindsey)³.

Было бы не справедливо не упомянуть авторов, работающих вне ведущих исследовательских центров, но при этом внесшими существенный научный вклад в развитие современных представлений о функционировании индустрии венчурного капитала:

- D. J. Cumming, J. G. MacIntosh (Канада);
- С. Mayer, A. Lockett, M. Wright, O. Burgel, R. Соореу (Великобритания);
- A. Bascha, U. Walz, D. Schmidt, M. D. Dietz, D. Engel, M. Keilbach, S. Franzke, A. Schertler, M. Stolpe, T. Tykvova (Германия);
- S. Manigart, C. Beuselinck, M. Deloof, D. De Clercq (Бельгия);
- C. Keuschnigg (Швейцария);
- L. Bottazzi, M. Da Rin, G. Nicodano, A. Sembenelli (Италия);
- G. Avnimelech, M. Teubal, H. Ber, Y. Yafeh (Израиль);
- M. Kenney, V. Fleischer, R. Florida, R. J. Gilson, D. H. Hsu, A. Schoar, S. Kortum, K. Litvak, D.
- G. Smith, R. Dossani, F. Allen, D. J. Brophy, B. Black, W. L. Megginson (CIIIA);
- A. Hyytinen, M. Pajarinen, O. Toivanen (Финляндия);
- P. Stromberg (Швеция).

В Российской Федерации активный интерес⁴ к данной проблеме проявляется на протяжении более десяти лет. К 2007 г. были подготовлены и успешно защищены более двадцати диссертационных исследований на соискание ученой степени кандидата экономических наук и одно исследование на соискание ученой степени доктора экономических наук.

В полной мере можно говорить о появлении центров притяжения научных исследований, связанных с индустрией венчурного капитала:

ИЭ РАН (Н. А. Новицкий, А. А. Френкель, Я. В. Сергиенко, К. Э. Симонян);

ИЭ УРО РАН (Е. В. Попов, Л. Ф. Шайбакова, Т. Г. Старцева, М. В. Новоселов);

МГУ (И. Е. Рудакова, Н. П. Иващенко, Н. Л. Фролова, А. В. Киреев, А. Г. Савицкий, А. Ю. Коланькова, Е. И. Баталина, Е. В. Горская, Э. О. Аратюнян, Д. А. Степанов);

¹ Sahlman W. A. The structure and governance of venture - capital organizations // Journal of financial economics. -1990. - Vol. 27, № 2. - P. 473 - 521.

² Более подробно: Cornelius B., Persson O. Who's who in venture capital research // Technovation. - 2005. - № 26. - P. 142 - 150.

³ По всей видимости, данный научный коллектив прекратил свое существование: с 2003 г., М. Ригі является профессором Школы бизнеса Университета Дьюк (г. Дурхам, Северная Каролина, США), Т. F. Hellmann (с 2004 г.) - профессор Школы бизнеса Университета Британской Колумбии (г. Ванкувер, Канада).

⁴ Примечание: в середине восьмидесятых в советской экономической науке уже проводились исследования в данном направлении, один из первых исследователей - Александр Александрович Дагаев, к. э. н., в. н. с. ИМЭМО РАН.

Источник: Дагаев А. А. «Рисковый капитал и его роль в процессе освоения нововведений». - ВНИИСИ, Москва. - 1986. - 52 с.

Университет экономики и финансов СПб (М. А. Гусаков, Е. Ф. Денисов, Е. М. Рогова, Н. Н. Лотонин, А. Н. Лотонин, Е. А. Григорьева);

РАГС (А. Н. Фоломьев, Л. И. Щербакова, М. Нойберг, А. Т. Каржаув);

АНХ (Н. М. Фонштейн 1 , П. П. Пилипенко, С. А. Филин, М. Е. Бекшинский, А. Ю. Стальченко).

Таким образом, по мнению автора, можно предположить, что к началу второго тысячелетия, утверждение, сделанное идейным вдохновителем, основателем и директором Центра исследований в промышленности, предпринимательстве, финансах и организации (CRIEFF) Экономического отделения шотландского Университета Св. Эндрю G. C. Reid в 1994 г., что «традиционно венчурный капитал рассматривался в атеоретической манере»², как минимум, в некоторой степени потеряло свою актуальность, более того, уже является в достаточной мере спорным.

Бесспорным может быть утверждение того, что проблема изучения предпосылок и истоков появления, а также истории развития индустрии венчурного капитала, а точнее, степень научной разработанности данной проблемы остается критически низкой.

Так, что же понимают современные исследователи под термином «венчурный капитал»?

Дать единый, однозначный ответ на данный вопрос крайне проблематично. Существуют различные подходы к трактованию данного термина. В Приложении 2 и Приложении 3 приведены трактовки термина «венчурный капитал» зарубежными и российскими исследователями.

Специфика различных определений сводится к выделению одной или нескольких ключевых характеристик, которые в полной степени, по мнению авторов, отражают особенность инвестирования венчурного капитала: «миноритарная доля в компаниях с потенциалом и амбициями быстрого роста»³; «инвестиции, совершаемые специализированными организациями (фондами венчурного капитала) в быстро растущие, высоко рисковые, часто высокотехнологичные фирмы»⁴; «инвестиции в акционерный капитал молодых, частных компаний, где инвестор является финансовым посредником, типично выступающий как директор, советник или даже как менеджер фирмы»⁵; «среднесрочные, активно управляемые, прямые акционерные инвестиции в быстрорастущие частные компании с хорошо определенной стратегией выхода»⁶; «значительный риск потери, в потенциально высокоприбыльных предприятиях»⁷; «инвестирование в некотируемые компании»⁸; «временное акционерное участие»¹.

¹ Д. т. н., профессор, заведующая лабораторией исследовательского центра компании «Mittal steel USA» Нина Михайловна Фонштейн, первый директор Центра коммерциализации технологии (ЦКТ) при Академии народного хозяйства при Правительстве РФ. Данное уточнение необходимо, так как в подавляющем большинстве российских исследований авторы допускают типичную ошибку, например: «Среди российских авторов, уделивших внимание вопросам венчурного инвестирования инновационной деятельности, следует отметить ..., Н. М. Фонштейна,» (Вишняков А. А. 2006, С. 4).

Источник: Вишняков А. А. Венчурное инвестирование как фактор инновационного развития Российского Севера (на примере Республики Коми) / Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.05. - Сыктывкарский государственный университет, Сыктывкар. - 2006. - 25 с.

² Reid G. C. Fast growing small entrepreneurial firms and their venture capital backers: an applied principal - agent analysis. - Centre for Research into industry, enterprise, finance and the firm (CRIEFF), University of St. Andrews, St. Andrews. - Discussion papers № 21, 1994. - P. 5.

³ Armour J. Law, innovation and finance: a review. - Centre for business research, University of Cambridge, Cambridge - Working Paper № 243, 2002. - P. 1.

⁴ Gilson R. J., Black B. Does venture capital require an active stock market? - The center for law and economic studies, Columbia law school, New York. - Working paper № 166, 2000. - P. 2.

⁵ Kortum S., Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation // RAND journal of economics. - 2000. - Vol. 31, № 4. - P. 676.

⁶ Megginson W. L. Toward a global model of venture capital? // Journal of applied corporate finance. - 2004. - Vol. 16, № 1. - P. 8.

⁷ Neufeldt V., Guralnik D. B. Webster's New World dictionary of American English. - Webster's New World, New York, - 1988, - P. 1481.

⁸ Shirley P. Venture capital // Fiscal Studies. - Institute for fiscal studies, London, 1994. - Vol. 15, № 2. - P. 98.

Следует отметить то, что некоторые из приведенных «ключевых характеристик» весьма относительны.

Как показывает инвестиционная практика, при ликвидации фонда венчурного капитала в форме ограниченного партнерства, инвесторам фонда, в качестве вознаграждения, могут быть распределены акции портфельных компаний фонда, пропорционально их финансовому участию при его формировании.

В зависимости от фазы цикла, на которой находится фондовый рынок (NASDAQ) и, соответственно, индустрия венчурного капитала², происходит изменение периода нахождения компаний в портфеле фондов венчурного капитала, например: на пике развития индустрии венчурного капитала США и роста котировок NASDAQ к 2000 г. совершались инвестиции, носящие краткосрочный характер.

Все большее количество сделок приходится на долю «venture capital PIPE»³ - приобретения некотируемых акций публичных корпораций.

Более того, происходит размывание понимания границ «традиционных инвестиций», характерных для определенных финансовых институтов. В частности, наметилась тенденция присутствия и увеличения доли инвестиций хеджевых фондов на рынке некотируемых акций (private equity market).

Основываясь на вышесказанном, можно утверждать, что любое трактование термина «венчурный капитал» будет иметь определенные ограничения, которые будут накладывать изменяющаяся инвестиционная практика и / или новые теоретические исследования.

Так, что же представляет собой эта «американская финансовая инновация» - венчурный капитал?

В соответствии с А. Вапсе, инвестирование венчурного капитала является составной частью инвестиций в некотируемые акции (private equity), а, в свою очередь, инвестиции в некотируемые акции принадлежат к сфере альтернативных инвестиций, на ряду с инвестициями в хеджевые фонды, недвижимое имущество, физические товары, валюты, индексы, природные ресурсы⁵, но, по мнению голландских исследователей С. Blaydon, F. Wainwright, «класс альтернативных активов - ... не включает котируемые ценные бумаги»⁶.

На той части сферы альтернативных инвестиций, в соответствии с общепринятой российской терминологией, обозначаемой как «прямые инвестиции», по мнению автора, необходимо остановиться более подробно. Данная необходимость вызвана тем, что существует некоторая «непоследовательность» в употреблении англоязычных терминов «venture capital» и «private equity», и, соответственно, русскоязычных терминов «венчурный капитал» и «прямые инвестиции».

Англоязычный термин «private equity» в русском языке получил несколько вариантов: ««прямые» инвестиции»⁷, «прямые частные инвестиции»⁸, «прямое акционерное инвестиро-

¹ Stolpe M. Learning and signalling in the French and German venture capital industries. - Kiel institute of world economics, Kiel. - Kiel working paper № 1156, 2003. - P. 2.

² Примечание: данное утверждение верно, как минимум, применительно к США.

³ Conza M. A. PIPE transactions. Part I - How are they structured? // Venture update. - Testa, Hurwitz & Thibeault, LLP, Boston. - Summer 2002. - P. 10.

⁴ Megginson W. L. Toward a global model of venture capital? // Journal of applied corporate finance. - 2004. - Vol. 16, № 1. - P. 8.

⁵ Bance A. Why and how to invest in private equity. - European private equity and venture capital association (EVCA), Zaventem. - Special paper, 2004. - P. 2.

⁶ Blaydon C., Wainwright F. Private equity glossary. - Center for private equity and entrepreneurship, Tuck school of business at Dartmouth, Hanover. - Case № 5 - 0007, 2003. - P. 1.

⁷ Развитие венчурного инвестирования в России: роль государства / Под ред. А. И. Никконен, И. В. Карзановой, А. Е. Шаститко, Фонд "Бюро экономического анализа". - ТЕИС, Москва. - 2004. - С. 122.

 $^{^{8}}$ Гулькин П. Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики. - Аналитический центр «Альпари СПб», Санкт - Петербург. - 2003. - С. 14.

вание»¹, «прямое инвестирование в акционерный капитал»².

Единственной попыткой, известной автору, обосновать употребление термина «прямое акционерное инвестирование» имеет место в Предисловии к пособию «Венчурное финансирование инновационных проектов», подготовленном А. М. Балабан, М. А. Балабан: «При этом термин «private» используется в пособии не как «частные», а как «прямые». Объясняется это тем, что в странах «общего права» («common law») активно используется противопоставление «private» - «public». В последние годы в отечественной литературе эта же оппозиция выражается через понятия «закрытое» - «открытое» ... Однако если воспользоваться этой аналогией, то «private equity» пришлось бы переводить как «закрытые (акционерные) инвестиции». Между тем в финансово - экономической литературе примерно в этом значении более устоялось понятие «прямые инвестиции (в акционерный капитал)»...»³.

Возникает закономерный вопрос о правомерности рассмотрения англоязычного термина «private equity», который дословно можно перевести как «некотируемые (частные) акции», в русском языке как «инвестиций» или «инвестирования».

Безусловно, можно было бы сослаться на то, что терминология столь молодой сферы инвестиционной деятельности не устоялась, но еще с середины прошлого века для определения «инвестирования в ценные бумаги через процесс переговоров» использовался термин «private equity investment» 5 , а термин «private equity» в научной литературе встречается уже в начале 30 - x годов 6 .

К тому же, использование термина «прямые инвестиции (в акционерный капитал)», возможно, в полной мере соответствовало бы англоязычному термину «direct equity investments» 7 , но не термину «private equity».

Но большей проблемой представляется то, что «некотируемые акции (private equity) - один из тех финансовых терминов, которые часто используются не правильно»⁸, в частности, это касается подмены данным термином термина «венчурный капитал», либо непониманием (незнанием) соотношения значения данных терминов.

Яркий пример: «По словам президента Российской ассоциации венчурного инвестирования Владимира Буренкова: «Когда я выступал на последнем «круглом столе» в Миннауки и пытался определить, в чем отличие венчурного финансирования от прямых инвестиций, то не нашел ничего лучше, чем сказать, что разница между ними - это как разница между «оранжевым» и «апельсином». Это одно и то же - да, но совсем разное - тоже да»» 9.

В соответствии с современными представлениями, инвестиции в некотируемые акции (private equity investments) являются обобщающим термином, включающим в себя инвестиции венчурного капитала, финансирование реструктуризации собственников компаний (вы-

¹ Венчурное финансирование инновационных проектов / Общ. ред. и сост. А. М. Балабан, М. А. Балабан. - АНХ, Москва. - 1999. - С. 5.

² Ивина Л. В., Воронцов В. А. Терминология венчурного финансирования / Учебное пособие. - Академический проект, Москва. - 2002. - С. 203.

³ Венчурное финансирование инновационных проектов / Общ. ред. и сост. А. М. Балабан, М. А. Балабан. - АНХ, Москва. - 1999. - С. 5.

⁴ Bance A. Why and how to invest in private equity. - European private equity and venture capital association (EVCA), Zaventem. - Special paper, 2004. - P. 2.

⁵ Saxberg B. O. United States governmental investment guaranty program for private foreign investments, development, and application, 1946 - 54 // The journal of finance. - 1960. - Vol. 15, № 4. - P. 580.

⁶ Whitaker A. C. Federal Reserve position and policies // The American economic review. - 1930. - Vol. 20, № 1. - P. 93.

 $^{^{7}}$ Megginson W. L. Toward a global model of venture capital? // Journal of applied corporate finance. - 2004. - Vol. 16, № 1. - P. 8.

⁸ Cochran M. J. Opportunities - and risks - for a private equity practice // The Metropolitan Corporate Counsel. - February 2006. - P. 37.

⁹ Гулькин П. Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики. - Аналитический центр «Альпари СПб», Санкт - Петербург. - 2003. - С. 15.

купов), мезанинное финансирование и финансирование специальных ситуаций¹.

Не менее интересным представляется вопрос о том, насколько «венчурный капитал» является «рисковым капиталом»?

Для многих, в основном, европейских авторов / исследователей оба термина являются взаимозаменяемыми, например: «Венчурный капитал или рисковый капитал ...» 2 , «... венчурный капитал, который также известен как рисковый капитал» 3 .

Но, данный подход не нашел поддержки среди всех европейских исследователей, так шведские экономисты J. Larsson, M. Roosvall предприняли попытку рассмотреть «venture» не как «рисковый»: «Интересно отразить тот факт, что термин "venture capital" часто формулируется как "riskkapital" в шведском языке. Однако, если даже оба термина используются в одном контексте, значение изменяется. Можно было бы предположить, что "riskkapital" подразумевает инвестированный капитал как рискованную инвестицию, в которой инвестор должен знать риск того, что он или она может потерять инвестированный капитал. Наоборот, "venture capital" подразумевает инвестиции капитала как будущую возможность увеличения инвестированного капитала»⁴.

По мнению автора, разделяющего позицию шведских исследователей, рассматривать риск, как основу (сущность) венчурного капитала не корректно, ровно настолько, насколько не корректно рассматривать перевод английского слова «venture» как, исключительно, «риск». В противном случае, смысл инвестиций венчурного капитала сводился бы исключительно к поиску и реализации наиболее рискованных инвестиционных решений, а как правильно заметила В. Cornelius: «Венчурные капиталисты являются и всегда были не расположены к риску, как и любой другой инвестор»⁵.

Для фирм венчурного капитала, будь - то публичные корпорации или организации, выполняющие функции главного партнера в ограниченных партнерствах (фондах) венчурного капитала, критический момент деятельности - привлечение финансовых средств. Для потенциального инвестора, ключевой показатель в выборе сферы инвестирования - соотношение доходности и риска. Исходя из этого, можно предположить, что, если бы инвестиции венчурного капитала, как одна из конкурирующих сфер альтернативных инвестиций, не могли бы обеспечить высокий уровень этого показателя, то развитие индустрии венчурного капитала, ровно, как и ее существование, было бы не возможно!

Таким образом, можно утверждать, что в основе инвестиций венчурного капитала, а, точнее, их цель - извлечение максимально возможного дохода, который может быть сопряжен с некоторым уровнем риска. Причем, риск - возможность потери (части) средств (венчурного капитала), инвестированных в коммерческие предприятия. Возможность возникновения убытков, при осуществлении деятельности фондом венчурного капитала, связана с тем, что фактическое развитие конкретной компании, входящей в инвестиционный портфель, имеет определенный уровень неопределенности, связанный с воздействием факторов внешней среды, не смотря на потенциально, оцененные венчурными капиталистами как значительно выше среднего, коммерческие перспективы, либо с ошибкой при оценке этого потенциала.

Непосредственно процесс инвестирования венчурного капитала, не несет в себе каких - либо элементов риска. Наоборот, венчурные капиталисты используют механизмы, способные оградить их от потенциальных убытков, способных возникнуть в результате ликвидации портфельной компании. Следовательно, употребление термина «инвестиции (инвестирова-

9

¹ Bance A. Why and how to invest in private equity. - European private equity and venture capital association (EVCA), Zaventem. - Special paper, 2004. - P. 2.

² Pascha W., Mocek S. Japan's venture capital market from an institutional perspective. - Gerhard Mercator University Duisburg, Duisburg. - Duisburg working paper on East Asian economic studies № 64. - 2002. - P. 2.

³ Weidig T., Mathonet P. - Y. The risk profiles of private equity. - European investment fund (EIF), Luxembourg. - 2004. - P. 6.

⁴ Larsson J., Roosvall M. Overruling uncertainty - a study of venture capital decision making processes. - School of economics and commercial law, Göteborg University, Göteborg. - Master thesis № 2000 - 5, 2000. - P. 8.

⁵ Cornelius B. The institutionalisation of venture capital // Technovation. - 2005. - № 25. - P. 606.

ние) венчурного капитала» представляется более предпочтительным, нежели выражений «венчурное финансирование» или «венчурное инвестирование», которые, по мнению автора, в большей степени сфокусированы на специфике процесса инвестирования.

Основываясь на суждениях, изложенных выше, автор считает возможным, при проведении исследований, связанных с индустрией венчурного капитала, трактовать термины:

«некотируемые акции» («private equity») - акции компаний, не являющиеся объектом торгов на фондовой бирже;

«инвестиции в некотируемые акции» («private equity investments») - инвестирование в акции посредством договорного процесса¹;

«венчурный капитал» («venture capital» 2) - денежные средства, имеющиеся в распоряжении для инвестирования в некотируемые акции предприятий или потенциально высокоприбыльных, или / и обладающих высокой степенью асимметричной информации 3 ;

«инвестиции венчурного капитала» («venture capital investments») - приобретение некотируемых акций посредством договорного процесса, обеспечивающих право инвестора на активное участие в управлении компанией, характеризуемой потенциалом быстрого роста или / и высокой степенью информационной асимметрии.

По мнению автора, для современной практики инвестирования венчурного капитала характерно:

использование некотируемых акций;

активное участие инвестора в управлении компанией;

потенциал значительного увеличения прибыли инвестируемой компании;

высокая степень информационной асимметрии.

[.]

 $^{^{1}}$ В основе определения термина «инвестиции в некотируемые акции» («private equity investments») использовано определение, данное A. Bance.

Источеник: Bance A. Why and how to invest in private equity. - European private equity and venture capital association (EVCA), Zaventem. - Special paper, 2004. - P. 2.

² Наряду с термином «венчурный капитал» («venture capital») употребляются термины «классический венчурный капитал» («classic venture capital» (Isaksson A. 2006, P. 15)) и «классический венчурный капитал ранних стадий» («early stage «classic» VC» (Wright M. 2005, P. 135)).

Источники: Isaksson A. Studies on the venture capital process. - Umea school of business, Umea University, Umea. - Study in business administration № 59, 2006. - 82 p., Wright M., Pruthi S., Lockett A. International venture capital research: from cross - country comparisons to crossing borders // International journal of management reviews. - 2005. - Vol. № 7, № 3. - P. 135 - 165.

³ В основе определения термина «венчурный капитал» («venture capital») использовано определение, данное V. Neufeldt, D. B. Guralnik, см. Приложение 2.

приложения

Приложение 1

Инвесторы Американской корпорации исследований и развития (American research and development corporation), 1947 г.

| $N_{\underline{0}}$ | Инвестор | Тип организации | Местонахождение | Сумма инвестиций |
|---------------------|-------------------------------------|-------------------------------|-----------------|------------------|
| | | | | (долл. США) |
| | Инвестиционные компании | | | 1340375 |
| 1 | Adams express company | Закрытый инвестиционный траст | Нью - Йорк | |
| 2 | American international corp. | Закрытый инвестиционный траст | Нью - Джерси | 50000 |
| 3 | Commonwealth international corp. | Взаимный фонд | Канада | |
| 4 | Consolidated investment trust | Закрытый инвестиционный траст | Бостон | |
| 5 | Investors mutual inc. | Открытый инвестиционный траст | Миннеаполис | 200000 |
| 6 | Massachusetts investors second fund | Открытый инвестиционный траст | Бостон | 150000 |
| 7 | Massachusetts Investors Trust | Открытый инвестиционный траст | Бостон | 365375 |
| 8 | North American Investment Company | Закрытый инвестиционный траст | Сан - Франциско | |
| 9 | Overseas Securities Co., Inc. | Закрытый инвестиционный траст | Нью - Йорк | |
| | Страховые фирмы | | | 300000 |
| 10 | John Hancock Mutual Life Insurance | Страховая компания | Бостон | 250000 |
| 11 | State Mutual Life Assurance | Страховая компания | Worcester, MA | |
| | Образовательные учреждения | | | 225000 |
| 12 | MIT | Университет | Бостон | 100000 |
| 13 | Rice Institute | Университет | Хьюстон | |
| 14 | University of Pennsylvania | Университет | Филадельфия | |
| 15 | University of Rochester | Университет | Рочестер | |
| 16 | Брокеры и компании | | | 281625 |
| 17 | Частные инвесторы | | | 1610500 |

Источник: Hsu D. H., Kenney M. Organizing venture capital: the rise and demise of American research & development corporation, 1946 - 1973. - Berkeley roundtable on the international economy, University of California, Berkeley. - BRIE working paper № 163, 2004. - P. 47.

Трактование термина «венчурный капитал» в зарубежных исследованиях

| № | Трактовка | Автор, исследование |
|---|--|--|
| 1 | «Венчурный капитал используется для приобретения миноритарной доли в компаниях с потенциалом и амбициями быстрого роста» | Armour J. Law, innovation and finance: a review Centre for business research, University of Cambridge, Cambridge - Working Paper № 243, 2002 P. 1 |
| 2 | «Венчурный капитал - это мост между источниками финансирования, предпринимателями, учеными, поставщиками и потребителями» | Avnimelech G., Teubal M. From direct government support of innovation SMEs to targeting venture capital / private equity (VC / PE) & innovative clusters: an innovation and technology policy (ITP) cycle model for industrializing economies / The second Globelics conference "Innovation systems and development: emerging opportunities and challenges", October 16 - 20 2004, Beijing, China P. 9 |
| 3 | «Венчурный капитал обеспечивает благо- приятные возможности для развития и роста молодых инновационных фирм» | Bernile G., Lyandres E. Optimal structure of venture capitalist's portfolio The Bradley policy research center, University of Rochester, Rochester Financial research and policy working paper № FR 03 - 17, 2003 P. 1 |
| 4 | «Венчурный капитал - деньги, инвестированные в предприятия, главным образом, новые» | Ehrlich E., Flexner S. B., Carruth G., Hawkins J. M. Oxford American dictionary Oxford University Press Inc., Pleasantville 1980 P. 770 |
| 5 | «Венчурный капитал - инвестиции, совер- шаемые специализированными организа- циями (фондами венчурного капитала) в быстро растущие, высоко рисковые, часто высокотехнологичные фирмы, которым не- обходим акционерный капитал для финан- сирования разработки товара или роста» | Gilson R. J., Black B. Does venture capital require an active stock market? - The center for law and economic studies, Columbia law school, New York Working paper № 166, 2000 P. 2 |
| 6 | «Венчурный капитал - независимые, профессионально управляемые, пулы капитала, предназначенные для инвестиций в акционерный капитал частных быстро растущих компаний» | Gompers P. A., Lerner J. The venture capital revolution // The journal of economic perspectives 2001 Vol. 15, № 2 P. 146 |
| 7 | «Венчурный капитал - профессионально управляемый пул денег, собранный для единственной цели совершения среднесрочных, активно управляемых, прямых акционерных инвестиции в быстрорастущие частные компании с хорошо определенной стратегией выхода - предпочтительно посредством первоначального публичного размещения». | Megginson W. L. Toward a global model of venture capital? // Journal of applied corporate finance 2004 Vol. 16, № 1 P. 8 |

| $N_{\overline{0}}$ | Трактовка | Автор, исследование |
|--------------------|--|--|
| 8 | «Венчурный капитал определяется как инвестиции в акционерный капитал молодых, частных компаний, где инвестор является финансовым посредником, типично выступающий как директор, советник или даже как менеджер фирмы - ведет начало от создания American research and development в 1946 году» | Kortum S., Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation // RAND journal of economics 2000 Vol. 31, № 4 P. 676 |
| 9 | «Венчурный капитал - денежные средства, инвестированные или имеющиеся в распоряжении для инвестирования, со значительным риском потери, в потенциально высокоприбыльные предприятия» | Neufeldt V., Guralnik D. B. Webster's New World dictionary of American Eng- lish Webster's New World, New York 1988 P. 1481 |
| 10 | «Венчурный капитал рассматривается как инвестирование в некотируемые компании, в которых инвестор берет риск того, что он может потерять свой капитал» | Shirley P. Venture capital // Fiscal Studies Institute for fiscal studies, London, 1994 Vol. 15, № 2 P. 98 |

Приложение 3 Трактование термина «венчурный капитал» в российских исследованиях

| № | Трактовка | Автор, исследование |
|---|---|--|
| 1 | «Венчурный капитал - фактор инновационного развития хозяйствующих систем, представляющий собой совокупность финансовых средств и экономических способностей специализированного инвестора, направляемых им в перспективную высокотехнологичную компанию, находящуюся на этапе создания, становления или этапе обеспечения ликвидности, и не имеющую собственных денежных средств, опыта ведения бизнеса, с целью получения высокой прибыли | Любова Т. Г. Рынок венчурного капитала и особенности его формирования в транзитивной экономике / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.01 Челябинский государственный университет, Челябинск 2004 С. 28 -29 |
| 2 | от прироста вложенных средств» «Венчурный капитал - индивидуальная или коллективно организованная форма предпринимательства, в основе которого лежит специфическая инвестиционная деятельность, сочетающая в себе черты портфельного и прямого инвестирования и связанная с ограниченным по времени участием в капитале молодых фирм с потенциалом быстрого роста и осуществлением практических действий в целях получения прибыли, адекватной риску и/или доступа к новейшим разработкам» | Лотонин А. Н. Венчурный капитал в развитии малых высокотехнологичных предприятий / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.05 Санкт - Петербургский государственный университет экономики и финансов, Санкт - Петербург 2002 С. 14 |

| № | Трактовка | Автор, исследование |
|---|---|---|
| 3 | «Венчурный капитал - фактор инновационного развития хозяйственных систем, представляющий собой комбинацию финансового и человеческого капитала и, таким образом, оказывающий прямое воздействие на развитие научно - технической, инновационной и инвестиционной активности» | Лотонин Н. Н. Сравнительный анализ венчурной индустрии США и Западной Европы и перспективы ее развития в России / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 Санкт - Петербургский государственный университет экономики и финансов, Санкт - Петербург 1999 С. 14 |
| 4 | «Венчурный капитал - капитал, вкладываемый специализированными фирмами, которые инвестируют и одновременно участвуют в управлении молодыми компаниями, чьи ценные бумаги не котируются на фондовом рынке. Целью является доход от инвестиций» | Мостовой А. Н. Венчурное инвестирование как способ финансирования разработки и внедрения инноваций в промышленности / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.05 Белгородская технологическая академия строительных материалов, Белгород 2001 С. 10 |
| 5 | «Венчурный капитал - финансирование компании, основной отличительной чертой которого является зафиксированная контрактом возможность для финансиста не вернуть вложенные в проект деньги» | Ряшенцев В. А. Социально - экономические условия развития венчурного бизнеса (на примере Республики Корея) / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.01 Институт менеджмента и бизнеса, Дальневосточный государственный университет, Владивосток 1999 С. 29 |
| 6 | «Венчурный капитал - особый фактор инновационного экономического роста, перевода хозяйственных систем различного уровня на инновационный тип развития, структурного обновления экономики на современном этапе экономической трансформации России» | Каржаув А. Т. Формирование системы венчурного инвестирования в России / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.05 РАГС, Москва 2003 С. 34 |
| 7 | «Венчурный капитал - источник финансирования начинающих компаний, вновь возникших компаний, находящихся в сложных условиях. Венчурные инвестиции содержат высокую степень риска, но одновременно обещают хорошие перспективы дохода (выше среднего). В обмен на принимаемый на себя риск, венчурные капиталисты могут получать вознаграждение в виде прибыли, роялти, привилегированных акций, роста стоимости акционерного капитала и в ином виде» | Ивина Л. В., Воронцов В. А. Терминология венчурного финансирования / Учебное пособие Академический проект, Москва 2002 С. 227 |

Продолжение приложения 3

| № | Трактовка | Автор, исследование |
|----|--|--|
| 8 | «Венчурный капитал - источник средств для прямого инвестирования в частные предприятия, акции которых не котируются и не продаются на биржах, в обмен на долю в их акционерном капитале» | Развитие венчурного инвестирования в России: роль государства / Под ред. А. И. Никконен, И. В. Карзановой, А. Е. Шаститко, Фонд "Бюро экономического анализа" ТЕИС, Москва 2004 С. 120 |
| 9 | «Венчурный капитал - особый ресурс, представляющий собой единство финансового и человеческого капиталов, а поэтому обладающего синергетическим эффектом воздействия на деловую активность в хозяйственных системах через развитие в них инновационной и инвестиционной деятельности» | Фоломьев А. Н., Нойберт М. Венчурный капитал Наука, Санкт - Петербург 1999 С. 34 |
| 10 | «Венчурный капитал или рисковый капитал - форма финансирования, при которой инвестор, вкладывающий средства в компанию, не гарантирован от возможной потери залогом или закладом» | Венчурное финансирование: теория и практика / Сост. Н. М. Фонштейн АНХ, Москва 1998 С. 271 |