Чепенко М.Ю.
аспирант Института экономики РАН, г. Москва

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА: ОГРАНИЧЕННЫЕ ПАРТНЕРСТВА, ПОТРФЕЛЬНЫЕ КОМПАНИИ, СТРАТЕГИИ «ВЫХОДА»[1]

Инвестирование венчурного капитала - это процесс, в котором участвуют, по крайней мере, две стороны: фонд венчурного капитала и предприниматель (компания), готовый(ая) уступить долю в своем бизнесе.

Первоначально рассмотрим специфику организации и деятельности фирм венчурного капитала.

Существует несколько классификаций данных фирм.

Представитель Лондонской школы бизнеса O. Burgel выделяет следующие типы фирм венчурного капитала: «независимые фирмы венчурного капитала» - собирают средства для осуществления инвестиций из внешних источников; «зависимые («кэптивные») фирмы венчурного капитала» - получают в распоряжение средства от родительской организации, которая, как правило, является финансовым институтом; «полузависимые фирмы венчурного капитала» - фирмы, учрежденные, как правило, финансовыми институтами, но помимо передаваемых ею средств, сосредотачивают финансы институциональных инвесторов[2].

Американский исследователь, профессор Университета Оклахомы W. L. Megginson, считает, что среди фондов венчурного капитала можно выделить: «финансовые фонды венчурного капитала» - дочерние компании финансовых институтов, в частности, коммерческих банков; «корпоративные фонды венчурного капитала» - зависимые или самостоятельные фонды, образованные нефинансовыми корпорациями; «ограниченные партнерства венчурного капитала» - фонды, образованные профессиональными фирмами венчурного капитала, которые выступают в качестве главного партнера в сборе, инвестировании, управлении и, особенно, выходе из инвестиций капитала ограниченных партнеров[3].

Безусловно, предложенные классификации являются весьма полными, но в обоих случаях вне поля зрения исследователей остались профессиональные фирмы венчурного капитала, которые привлекали капитал посредством публичного размещения акций на фондовом рынке, например «легенда» американской индустрии венчурного капитала - Американская корпорация исследований и развития (American research and development corporation) или существующая нью-йоркская корпорация Harris & Harris Group, Inc.

На данном этапе развития исследований, направленных на изучение индустрии венчурного капитала, общепринято рассматривать фирмы венчурного капитала как «посредников между институциональными инвесторами, такими как пенсионные фонды, банки и страховые компании, которые желают предоставить капитал, и компаниями, которые ищут внешнее финансирование для будущих проектов путем частного размещения акций»[4], однако, по мнению автора, это в некоторой степени спорно.

На современном этапе развития индустрии венчурного капитала наибольшее (преобладающее) распространение, как организационно - правовая форма структур управления венчурным капиталом, получили ограниченные партнерства (LP)[5].

---

[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] Burgel O. UK venture capital and private equity as an asset class for institutional investors. - Foundation for entrepreneurial management, London business school, London. - Research report, 2000. - P. 4.

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

[4] Burgel O. UK venture capital and private equity as an asset class for institutional investors. - Foundation for entrepreneurial management, London business school, London. - Research report, 2000. - P. 14 - 15.

[5] Но не партнерства с ограниченной ответственностью (LLP), как указывают некоторые авторы.

Выделяются несколько причин, по которым ограниченные партнерства стали столь популярны: преимущества при решении проблемы асимметричной информации и других проблем, которые возникают при осуществлении инвестиций на рынке некотируемых акций; партнерства имеют организационные и договорные механизмы, которые выравнивают интересы главных и ограниченных партнеров и способны утолить потребность в привлечении финансовых средств на рынок некотируемых акций[1]; особенность налогообложения, которая предусматривает уплату налогов только инвесторами ограниченного партнерства.

Для типичного ограниченного партнерства венчурного капитала характерно: фиксированное время функционирования, как правило, 10 лет плюс два - три года на окончательную реализацию инвестиций и расчеты с ограниченными партнерами; внесение главными партнерами (фирмой венчурного капитала) около 1 % от общего объема средств фонда; максимальная доля участия в фонде для одного инвестора не более 10 %; в среднем, количество ограниченных партнеров варьируется в пределах 10 - 30; получение главными партнерами ежегодного вознаграждения за управление фондом в размере 1,5 - 3% от стоимости активов фонда; 20 % участие главного партнера в прибылях фонда при его ликвидации.

По мнению J. Blake, партнера правовой фирмы SJ Berwin, именно 20 % участие главного партнера в прибылях ограниченного партнерства венчурного капитала является «существенным фактором в развитии этой лидирующей индустрии»[2].

Наибольшее распространение партнерства получили в США, Канаде, Великобритании, то есть странах с общей системой права. Но, следует отметить то, что существует несколько организационных моделей ограниченных партнерств венчурного капитала. В первую очередь это связано с тем, что на национальном уровне правовые системы имеют определенные отличия.

Так в Великобритании с 1856 г. существовало ограничение предельного количества партнеров, так называемый «лимит 20 партнеров», отмененный Правительством лишь в 2002 г.. Учитывая то, что в английском ограниченном партнерстве учредители имеют статус «ограниченных партнеров», как правило, для инвесторов оставалось не более 10 мест (Приложение 1).

Жизненный цикл ограниченного партнерства венчурного капитала состоит из трех основных фаз (Рисунок 1).

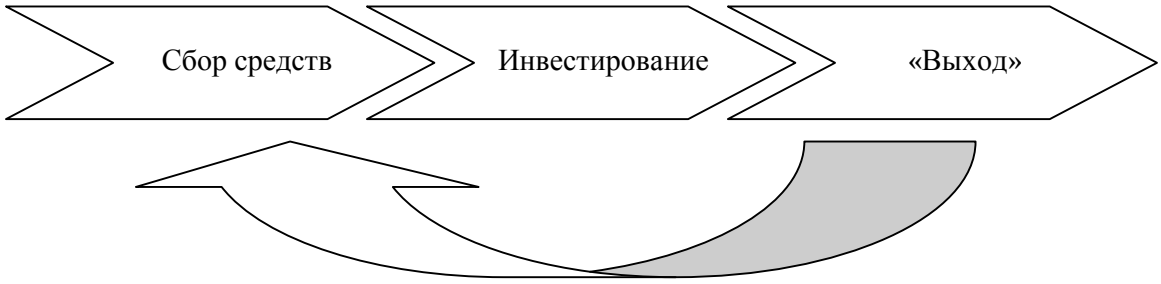

Рис. 1 Жизненный цикл ограниченного партнерства венчурного капитала

Инвесторов ограниченных партнерств венчурного капитала, условно, можно разделить на три группы: индивидуальные инвесторы; институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании, банки, и т. д.); «фонды фондов».

На практике, возникают ситуации, в которых ограниченные партнеры могут продать долю своего участия в ограниченном партнерстве венчурного капитала. Основными покупателями выступают инвестиционные компании, специализирующиеся на приобретении долей

[1] Fenn G. W., Liang N., Prowse S. The economics of the private equity market. - Board of governors of the Federal Reserve System, Washington. - Staff studies № 168, 1995. - P. 1.
[2] Blake J. Steady as she goes // Real deals. - 2002. - February. - P. 23.

участия со значительным дисконтом. Не менее важную роль в формировании спроса играют специализированные фонды фондов - «вторичные фонды фондов». Как правило, цель данных приобретений - возможность сокращения периода оборота денежных средств.

Следует разделять капитал, заявленный для передачи в ограниченное партнерство венчурного капитала, и капитал, переданный в управление партнерству. В некоторых случаях, потребность, а, следовательно, и заявки главных партнеров на капитал, в сумме, ниже заявленного капитала. В этом случае, при ликвидации ограниченного партнерства венчурного капитала, ограниченные партнеры имеют право на получение дохода лишь на переданный капитал.

Продолжительность фазы сбора средств не одинакова для всех партнерств, а зависит от уровня репутации главных партнеров (фирм венчурного капитала), который складывается на основе результатов деятельности (уровня доходности) ограниченных партнерств венчурного капитала, в которых они принимали участие.

Необходимо отметить, что в настоящее время, в деятельности фирм венчурного капитала стоимость бренда и важность его защиты как никогда важна. Бурное развитие индустрии венчурного капитала в конце двадцатого века привело к резкому увеличению количества фирм венчурного капитала, что, в свою очередь, обострило между ними конкурентную борьбу. Сейчас же наблюдается переход «количества в качество», появление «высшего класса» фирм венчурного капитала. Построение успешного бренда позволяет фирмам «высшего класса»: значительно быстрее и на более выгодных условиях привлекать партнеров в новые ограниченные партнерства венчурного капитала; заключать сделки с наиболее перспективными компаниями (предпринимателями); осуществлять выходы из портфельных компаний с более высоким уровнем прибыли, нежели фирмы венчурного капитала не имеющие сколь - либо успешной репутации.

Фаза развития ограниченного партнерства, на которой осуществляется инвестирование венчурного капитала, начинается, как правило, спустя 1 - 3 года с момента образования ограниченного партнерства. Год, в который совершается первая сделка, называется «vintage year».

В процессе инвестирования венчурного капитала широкое применение имеет механизм постадийного финансирования (stage financing)[1]. То есть вливания капитала происходят через какое - то время. Эти финансовые раунды, как правило, имеют соотношение со стадиями развития портфельной компании, такими как: разработка плана проекта, выпуск пилотной продукции, уровень первоначальной прибыльности или представление модернизированной продукции[2] (Приложение 2).

Можно выделить несколько причин, по которым венчурный капиталист применяет данный механизм: основатель портфельной компании (предприниматель) практически никогда не оставит терпящий неудачу проект до того времени, пока не будет приостановлено предоставление капитала; угроза выхода инвестора из проекта создает для предпринимателя стимулы максимизации и достижения финансовых целей.

На практике, применение постадийного финансирование привело к возникновению феномена «оформления витрины» (window dressing), то есть искусственному созданию предпринимателем условий, в которых проект может быть оценен более благоприятно: будь - то испытание опытного образца изделия или прямая фальсификация результатов деятельности портфельной компании. Таким образом, применение данного механизма приводит к появлению конфликта интересов между венчурным капиталистом, обеспечивающим финансирование, и предпринимателем, желающим продолжить реализацию своей коммерческой идеи.

В настоящее время широкое распространение получило синдицирование фирм венчурного капитала, то есть совместное участие в инвестировании (соинвестирование) компаний

---

[1] Более подробно: Cornelius B. A case study of board control and governance in a venture capital portfolio company 1980 -1997 // The Finnish journal of business economics. - 2005. - № 2. - P. 267 - 281.

[2] Более подробно: Cornelli F., Yosha O. Stage financing and the role of convertible securities // Review of economic studies. - 2003. - Vol. 70, № 1, P. 1 - 32.

(Таблица 1).

Таблица 1

Соинвестирование венчурного капитала, данные на 31.12.2004 г.

№	Компания, месторасположение	Инвесторы венчурного капитала
1	BrainCells, Inc. Сан - Диего, Калифорния, США	Technology Partners, Oxford Bioscience Partners, Bay City Capital, A. M. Pappas & Associates
2	Webroot Software, Inc. Боулдер, Колорадо, США	Accel Partners, Mayfield Fund, Technology Crossover Ventures
3	Virsa Systems, Inc. Фримонт, Калифорния, США	SAP Ventures, Kleiner Perkins Caufield & Byers, Lightspeed Venture Partners
4	BCD Semiconductor Manufacturing, Ltd. Шанхай, Китай	Acer Technology Ventures, Granite Global Ventures, Intel Capital, JAFCO Co, Ltd, New Enterprise Associates, Redpoint Ventures, UOB Venture Management, Venrock Associates
5	Konarka Technologies Лоуэлл, Массачусетс, США	Draper Fisher Jurvetson, Good Energies, Lighthouse Capital Partners, New Enterprise Associates, Partech International, Prime New Energy, Presidio Venture Partners, Zero Stage Capital

Источник: National Venture Capital Association (NVCA).

Можно выделить несколько причин синдицирования фирм венчурного капитала: возможность уменьшения убытков, связанных с неудачными инвестициями в сомнительные предприятия; экономия ресурсов, за счет оптимального использования возможностей фирм венчурного капитала, связанных со сбором информации, управлением, специализацией и другими уникальными компетенциями, в том числе географическими; увеличения делового уровня молодых фирм венчурного капитала, так как деловая репутация партнера может выступить гарантом более успешного выхода из проинвестированных компаний, следовательно, и созданию положительного имиджа молодых фирм в долгосрочной перспективе.

Особо следует выделить синдицирование фирм венчурного капитала, связанных с географическими компетенциями. Причем «географическая компетенция» подразумевает не только расположение одной из фирм венчурного капитала в регионе, где осуществляются инвестиции, а в большей степени возможность оказания услуг добавленной стоимости, вовлеченность данных фирм в региональное деловое сообщество, единая культура предпринимательства.

По словам Z. Holtzman, основателя и директора Израильской ассоциации венчурного капитала: «При осуществлении инвестиций зарубежные венчурные капиталисты хотят видеть местных партнеров»[1]. В Израиле это привело к тому, что в более 90 % инвестиций вовлечены местные фирмы венчурного капитала.

Осуществление инвестиций ограниченными партнерствами венчурного капитала активно продолжается в течение 4 - 6 лет с момента организации партнерства. Количество компаний, оказавшихся за этот период в портфеле партнерств, варьируется в значительной степени. В первую очередь это связано с дифференциацией капитализации фондов и, что не менее важно, с возможностью оказания услуг добавленной стоимости венчурными капиталистами. Так, J. R. Bartkus пришел к выводу, что «число предпринимательских фирм в портфеле вен-

[1] Holtzman Z. Developments in Israel's venture capital industry. // Venture update. - Testa, Hurwitz & Thibeault, LLP, Boston. - Fall 2002. - P. 6.

чурных капиталистов существенно влияет на степень успеха данных портфельных фирм»[1], однако, так и «не нашел подтверждения предположениям, что существует некоторый размер оптимального портфеля»[2]

Учитывая то, что партнерство несет затраты, связанные с выплатой ежегодного управленческого вознаграждения главному партнеру и финансированием инвестиций, на определенном этапе финансовые потоки партнерства имеют отрицательное значение.

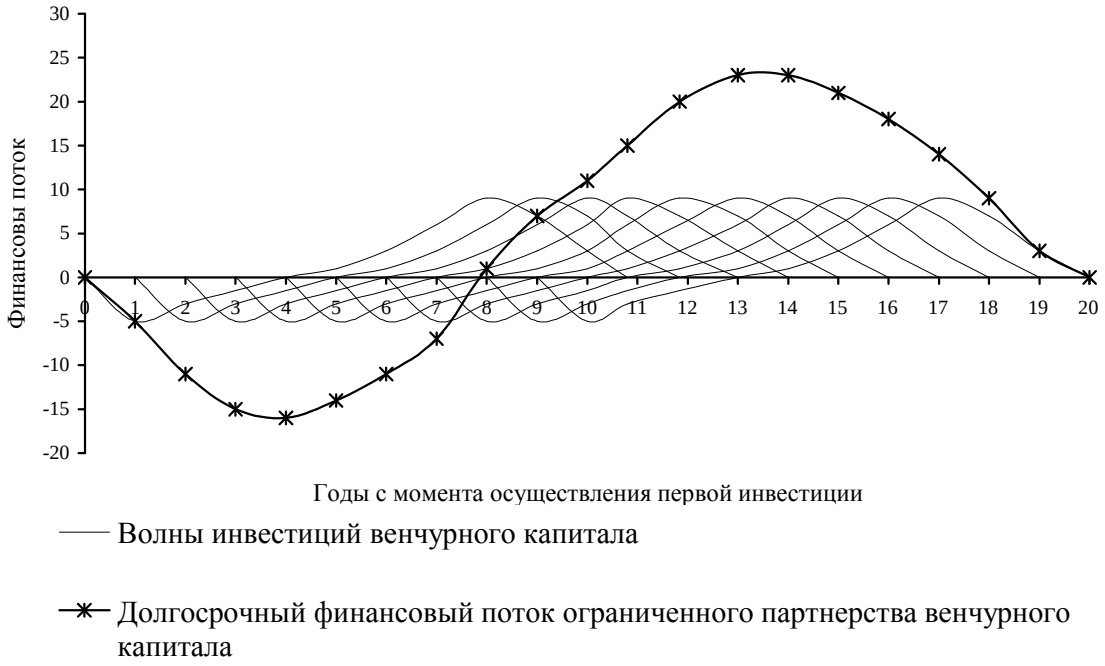

Рис. 2 Моделирование долгосрочного финансового потока ограниченного партнерства венчурного капитала

Источник: Burgel O. UK venture capital and private equity as an asset class for institutional investors. - Foundation for entrepreneurial management, London business school, London. - Research report, 2000. - P. 9.

Продолжительность периода, в течение которого финансовые потоки ограниченного партнерства венчурного капитала имеют отрицательное значение, зависит от инвестиционной стратегии. Например, партнерства, осуществляющие инвестиции в компании, находящиеся на самых ранних этапах развития, имеют более долгий период отрицательных финансовых потоков. Положительная динамика связана с началом первых успешных выходов из проинвестированных компаний (Рисунок 2).

Далее, по мнению автора, необходимо более подробно остановиться на анализе компаний, акции которых выступают объектом инвестирования венчурного капитала и взаимодействии фирм венчурного капитала и портфельных компаний.

В соответствии с работой, основанной на результатах проекта Бюро экономического анализа, выполненного в 2003 г. по заказу Министерства промышленности, науки и технологий Российской Федерации, для эмитентов некотируемых акций, являющихся объектом инвестиций венчурного капитала, «помимо «закрытого» состава владельцев и «технологической» ориентации ... характерны следующие отличительные черты: существенный удельный вес расходов на научные исследования и опытно - конструкторские разработки (НИОКР), преоб-

[1] Bartkus J. R. The determinants of success in venture capital finance / A dissertation submitted to the Graduate faculty of the University of New Orleans in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of philosophy in the Department of economics and finance, New Orleans. - 2004. - P. 36.
[2] Там же, P. 37.

ладающее наличие нематериальных активов, отсутствие четкой перспективы дальнейшего развития и убедительной финансовой истории»[1].

«Технологическая ориентация», именно данный признак компании - эмитента для многих российских исследователей является одним из ключевых. Но так ли это на самом деле?

По мнению исследователей C. Ou, G. Haynes, «перспектива быстро увеличивающихся продаж и прибыли - единственное средство привлечь венчурный капитал»[2].

В свою очередь, немецкий исследователь D. Engel отмечает: «Решающий критерий для венчурного капиталиста инвестировать в молодую фирму - ожидание роста этих инвестиций. Этот рост, как правило, основывается на уникальном плане продаж»[3].

По мнению автора, необходимо отметить, что все же, на данный момент, по всей видимости, наибольшую прибыль (потенциально) способны генерировать компании, чья продукция (услуги) основана(ы) на применении новых технологических решений. Однако, не следует исключать из потенциально «интересных», для венчурных капиталистов, сферы не связанные с исключительно «технологической ориентацией»[4] (Таблица 2).

В июне 2005 г., журнал «Entrepreneur» совместно с PricewaterhouseCoopers опубликовал список «ста самых быстро растущих новых компаний Америки»[5]. Самой большой категорией оказались компании оказывающие бизнес услуги (реклама, маркетинг, консалтинг); наибольшее количество компаний, вошедших в данную категорию, оказывали бухгалтерские услуги (11 компаний). Доля компаний, представляющих технологический сектор, составила всего лишь 20 % (в 2004 г. - 15 %).

Первое место заняла консалтинговая компания Huron consulting group, г. Чикаго. С момента основания, в мае 2002 г., к июню 2005 г. численность сотрудников увеличилась с 213 до 612, а увеличение продаж произошло с 35 млн. долл. США в 2002 г. до 173,9 млн. долл. США в 2004 г., при начальных инвестициях 22,8 млн. долл. США.

Следовательно, по мнению автора, даже для индустрии венчурного капитала США, такой критерий как «технологическая ориентация»[6] компании не может быть приоритетным по отношению к потенциалу увеличения прибыли инвестируемой компании, так как «цель венчурного капитала - получение высокого дохода на инвестиции»[7], но не «финансирование

---

[1] 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. 11.

[2] Ou C., Haynes G. Uses of equity capital by small firms - findings from the surveys of Small business finances (for 1993 & 1998) / A paper for presentation at the 14th Annual conference on Entrepreneurial finance and business ventures at De Paul University, Chicago, April 30 - May 2, 2003. - P. 6.

[3] Engel D. The impact of venture capital on firm growth: an empirical investigation. - Centre for European economic research (ZEW), Mannheim. - Discussion paper № 02 - 02, 2002. - P. 1.

[4] Например: корпорация Amazon.com, Inc., которая, в первую очередь, владеет сетью «магазинов», и, уже во вторую очередь, «виртуальных». «Зерно» бизнеса - инновационная сбытовая стратегия, которая обеспечила «уникальный план продаж» (в 1996 г. с 15,7 до 147,8 млн. долл. США). Если бы корпорация, исключительно, разрабатывала и продавала программное обеспечение для осуществления торговых операций в «глобальной сети», безусловно, она бы попала под определение, данное А.И. Никконен и др. (см. сноску 1), но была бы она столь привлекательна для венчурных капиталистов?

[5] The companies in Entrepreneur and PricewaterhouseCoopers’ 11th annual hot 100 couldn’t be any hotter // Entrepreneur. - 2005. - June. - P. 72 - 86.

[6] Примечание: некоторые исследователи «не определяют высокотехнологические фирмы согласно технологическим областям, таким как биотехнологии или нанотехнологии и т. д.», а считают, что «для рассмотрения высокотехнологической индустрией, индустрия должна иметь интенсивность НИОКР, по крайней мере, на уровне 3,5 %». Основываясь на этом подходе, авторы причисляют к сфере высоких технологий, в том числе: НИОКР в сфере естественных и социальных наук, консультирование (право, учет, аудит, налоги, маркетинг, менеджмент, реклама, бизнес) (Heger D 2007, P. 32, 34).

Источник: Heger D., Tykvova T. You can’t make an omelette without breaking eggs: the impact of venture capitalists on executive turnover. - Centre for European economic research (ZEW), Mannheim. - Discussion paper № 07 - 003, 2007. - 36 p.

[7] Stevens W. European venture capital markets: trends and prospects / Venture capital and innovation. - Committee for scientific and technological policy, OECD, Paris. - 1996. - P. 22.

рисковых высокотехнологичных инновационных проектов»[1].

Таблица 2

Отрасли, лидирующие по количеству новых компаний, образованных «порожденными предпринимательскими командами»* и поддержанных венчурным капиталом, 1986 - 1999 гг.

№	Отрасль	Количество
1	Программирование и обработка данных	1009
2	Офисная техника	588
3	Медикаменты	348
4	Коммуникационное оборудование	212
5	Хирургическое, терапевтическое и стоматологическое оборудование	204
5	Электронные компоненты и принадлежности	185
6	Телефонные коммуникации	178
7	Лабораторное, аналитическое и оптическое оборудование	83
8	Брокеры, дилеры и выпуск ценных бумаг	61
9	Радио и телевизионные радиостанции	52
10	Коммерческие банки	50
11	Розничная торговля	30
12	Специальные промышленные машины, кроме обработки металлов	24

* «Порожденная предпринимательская команда» (spawned entrepreneurial team) - один или несколько работников публичной компании, покинувших ее для организации собственного бизнеса.
Источник: Gompers P. A., Lerner J., Scharfstein D. Entrepreneurial spawning: public corporations and the genesis of new ventures, 1986 - 1999. - National bureau of economic research, Cambridge. - NBER working paper № 9816, 2003. - P. 43.

Исключением, в котором может наблюдаться преобладание технологической направленности над прибыльностью инвестиций, является инвестирование венчурного капитала структурами, аффилированными с промышленными корпорациями. Но в данном случае, по мнению автора, можно говорить о применении венчурного капитала для достижения стратегических целей: «Венчурный капитал, даже притом, что его доля менее 3 % в корпоративных НИОКР в период с 1983 по 1992 годы, обеспечил более высокую долю - около 8 % - промышленных инноваций в США за указанный период»[2].

Это значит, что для промышленных корпораций инвестирование венчурного капитала не что иное как более эффективная, как по затратам, так и по времени, форма финансирования прикладных исследований.

Возможно, в будущем, стремление промышленных корпораций получать технологическое преимущество за счет более эффективного проведения НИОКР малыми фирмами, приведет к появлению нового сегмента организованного рынка некотируемых акций, полностью

[1] 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. 8.

[2] Kortum S., Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation // RAND journal of economics. - 2000. - Vol. 31, № 4. - P. 675.
Примечание: в мае 2006 г., M. Ueda и M. Hirukawa, в неопубликованной рукописи «Venture capital and industrial «innovation»», предприняли попытку «пересмотреть это утверждение», ссылаясь на то, что статистические данные рассматриваемого S. Kortum, J. Lerner периода не включают данные касающиеся «взрывного роста индустрии венчурного капитала США в течении конца 90 - х». Однако, в ходе проведения исследования, предположение M. Ueda и M. Hirukawa о том, что в этот период («NASDAQ bubble») инвестиции венчурного капитала стали менее производительными в генерации патентов нежели прежде, оказалось ошибочным: «мы повторно подтверждаем результаты KL», (KL - S. Kortum, J. Lerner, автор).

ориентированного на привлечение инвестиций в акции исследовательских компаний, в которых «даже венчурный капитал не желает принимать весь риск полностью новой науки, для которой еще не создано технологии»[1].

То есть, «пересечение «смертельной долины» недостатка финансирования на пути из научной лаборатории до прикладной жизнеспособности - главного препятствия для многих … фирм»[2], путем использования «гонки конкурентной борьбы» промышленных корпораций, может быть поставлено на коммерческую основу.

Однако, на сегодняшний день, исходя из вышесказанного, можно утверждать, что нельзя рассматривать венчурный капитал как специфический источник финансирования, исключительно, высокотехнологичных компаний.

Скорее, высокотехнологичные компании можно рассматривать в качестве составной части «объекта» инвестиций венчурного капитала, в который помимо указанных компаний входят и компании, осуществляющие деятельность в более традиционных сферах.

Как правило, высокий доход в данных сферах может обеспечить или применение каких - либо уникальных сбытовых технологий, или предложение нового продукта, следовательно, данные предприятия можно определить как инновационные.

Схожая точка зрения была изложена представителем Мирового банка F. Ibanez: «Индустрия венчурного капитала представляет успешную попытку институциализации предпринимательства, и, особенно, предпринимательства, связанного с инновациями (не ограниченного техническими инновациями)»[3].

Но, необходимо отметить, что именно взаимодействие венчурных капиталистов и высокотехнологичных компаний обеспечило существенный прорыв в научно - техническом прогрессе.

В ноябре 2004 года, в Палм Спрингс, Калифорния состоялось вручение первой награды Ernst & Young entrepreneur of the year® Hall of fame компаниям, поддержанным венчурным капиталом на ранних этапах развития:

Genentech - компании - прародителя биотехнологической сферы, образованной в 1976 г., в финансировании которой, в период с 1976 г. по 1981 г., приняло участие 16 различных фирм венчурного капитала в 8 раундах финансирования, и как результат, уже в 1979 г. начавшей промышленное производство белка гормона человеческого роста;

Intel - компании, образованной в 1968 г. и совершившей «микрокомпьютерную революцию», представившую в 1971 г. первый микропроцессор и чип памяти, а к 1978 г. расширившую штат сотрудников до 10000 человек.

К тому же, следует отметить Caledonian transgenics limited, образованную группой научных сотрудников Эдинбургского университета в 1987 г. и профинансированную венчурным капиталом от Prudential financial services group, которая в 1991 г. представила первую трансгенную овцу Трэйси.

Существуют мнение, в соответствии с которым, «венчурные капиталисты и молодые технологические фирмы имеют тенденцию к географической концентрации в основных центрах академических и промышленных исследований»[4].

Более того, немецкие исследователи предположили, что «участие основателей компании, близких к научной деятельности и имеющими званиями «Ph.D» или «Профессор», увеличи-

---

[1] Science & cents: exploring the economics of biotechnology / Proceedings of a conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Dallas, April 19, 2002. - Edited by J. V. Duca and M. K. Yucel. - 2003. - Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas. - P. 139.

[2] Там же, P. 139.

[3] Ibanez F. Venture capital and entrepreneurial development. - World bank, Washington. - Policy, planning, research working paper № 53, 1989. - P. 1.

[4] Keuschnigg C., Nielsen S. B. Public policy for start - up entrepreneurship with venture capital and bank finance. - Center for economic studies & IFO institute for economic research, Munich. - CESifo working paper № 850, 2003. - P. 1

вают вероятность получения венчурного капитала»[1].

Однако, рассматривать научные разработки как потенциальные объекты инвестирования, которые нуждаются в банальном внедрении центров по трансферту технологий крайне спорно: «Университетские изобретения настолько эмбриональны, что в случае нежелания крупной фирмы приобрести лицензию, очень трудно профинансировать создание новой компании, так как даже венчурные капиталисты обращаются к университетским изобретениям только крайнем случае»[2].

Ярким примером может послужить то, что, не смотря на «изобилие» венчурного капитала в Калифорнии в 90 - х годах, большинство фирм, занимающихся коммерциализацией результатов научных исследований, проведенных в Калифорнийском университете, не смогли привлечь венчурный капитал в течение нескольких лет после их основания: «Наша технология была на ранней стадии развития. Мы могли только словесно описать то, что мы собираемся делать, но не имели опытного образца, чтобы показать венчурным капиталистам. Они хотят увидеть то, что вы вскоре будет продуктом»[3].

Фирмы венчурного капитала очень часто предоставляют второй или третий источник средств финансирования (Таблица 3), когда технология уже развита. Причем, эта особенность характерна и для менее технологичных компаний, в том числе компании Amazon.com, Inc. (Приложение 3).

Причины, по которой инвесторы могут уклоняться от финансирования компаний, развивающих технологии на ранних этапах, - это технологическая неопределенность и очень долгий период возврата инвестиций.

Основными источниками финансирования развития технологий выступают гранты, выделяемые в ходе реализации государственных программ, например, в США - ATP, SBIR.

В исследовании, направленном на изучение роли государственной инициативы (SBIR) в финансировании молодых технологичных компаний, профессор J. Lerner отметил то, что процесс получения гранда выступает как проверка «качества» компании, что в значительной степени снижает проблему асимметричной информации. В дальнейшем развитии, эти компании значительно чаще выступают объектом инвестиций венчурного капитала, нежели компании не получившие государственной поддержки[4].

По мнению исследователей Университета Рочестера «степень информационной асимметрии - одна из наиболее важных характеристик индустрии венчурного капитала»[5].

Проблема заключается в том, что основатели компании (менеджеры) обладают более точной информацией о перспективах ее развития, но, желая привлечь внешние источники финансирования, могут не раскрывать данную информацию полностью. Как правило, данная информация отражает: реальное финансовое положение компании; основу и уровень развития технологии; коммерческий потенциал товаров или услуг.

По мнению автора, информационная асимметрия, характерная для молодых технологичных компаний, является той преградой, которая предопределяет нежелание банков предоставлять долговое финансирование. В первую очередь это связано с серьезными финансовыми затратами, которые сопряжены со снижением информационной асимметрии путем тщательного изучения (due diligence) потенциального объекта инвестирования.

---

[1] Champenois C., Engel D., Heneric O. The birth of German biotechnology industry: did venture capital run the show? - Centre for European economic research (ZEW), Mannheim. - Discussion paper № 04 - 09, 2004. - P. 18

[2] Chukumba C., Jensen R. University invention, entrepreneurship, and start - ups. - National bureau of economic research, Cambridge. - NBER working paper № 11475, 2005. - P. 22

[3] Lowe R. A. The role and experience of inventors and start - ups in commercializing university research: case studies at the University of California. - Center for studies in higher education, University of California, Berkeley. - Paper № 6 - 02, 2002. - P. 9

[4] Lerner J. The government as venture capitalist: the long - run impact of the SBIR program // The journal of business. - 1999. - Vol. 72, № 3. - P. 315

[5] Bernile G., Lyandres E. Optimal structure of venture capitalist's portfolio. - William E. Simon graduate school of business administration, University of Rochester, Rochester. - Working paper № FR 03 - 17, 2003. - P. 24

Таблица 3

Основные источники финансирования высокотехнологичных компаний

№	Источник	Характеристика
1	Научно - исследовательский капитал (research and development capital)	Средства, инвестируемые в поддержку фундаментальных исследований и разработок
2	Инновационный капитал (innovation capital)	Средства, инвестируемые в прикладные исследования и разработку нового продукта
3	Начальный капитал (seed capital)	Средства, инвестируемые в новые и молодые компании, для продолжения разработки или начала выпуска новых продуктов
4	Венчурный капитал (venture capital)	Долгосрочный капитал, инвестируемый в акции быстро расширяющихся предприятий, в ожидании существенного прироста капитальной стоимости, часто для расширения сбыта продукции; типичные проинвестированные компании уже имеют определенный уровень продаж, но еще не прибыльны
5	Мезанинный капитал (mezzanine capital)	Капитал, инвестируемый в форме субординированного долга, как правило, в стабильные прибыльные компании

Источник: Heard R. G., Sibert J. Growing new busibess with seed and venture capital: state experiences and options. - The national governors' association (NGA), Washington. - 2000. - P. 9.

В свою очередь, «одна из причин существования фирм венчурного капитала - их компетентность в сборе информации, таким образом, снижая информационную асимметрию»[1], более того, «инвесторы могут собрать информацию не просто *о фирме*, но и также *для фирмы*»[2] (выделено T. Hellmann, M. Puri).

Данный процесс предполагает высокую компетентность венчурных капиталистов в определенных сферах знаний и бизнеса, таким образом, по мнению автора, объясняя фокусирование инвестиционных предпочтений на определенных технологических сегментах.

Но, с другой стороны, одновременное стремление ограничиваться лишь несколькими отраслевыми сегментами, накладывает существенные ограничения на венчурный капитал, как источник финансирования инновационного бизнеса.

По мнению гарвардских исследователей, профессоров P. A. Gompers, J. Lerner: «Венчурный капитал очень молодая индустрия, которая быстро изменяется»[3]. Если вчера, венчурный капиталист имел богатый опыт деятельности (предпринимательской или научной), связанный с определенными технологическими сегментами, что и определяло инвестиционные предпочтения фирм венчурного капитала, то в настоящее время все большее число венчурных капиталистов имеет только бизнес - образование и полное отсутствие технологического опыта. В данном случае, фирмы венчурного капитала успешно преодолевают технологическую «некомпетентность» своих сотрудников посредством взаимодействия с промышленными корпорациями или участием в соинвестировании с корпоративными фонами венчурно-

[1] Manigart S., Baeyens K., Verschueren I. Financing and investment interdependence in unquoted Belgian companies: the role of venture capital. - Vlerick Leuven Gent management school, Gent. - Vlerick working papers № 16, 2002. - P. 19.

[2] Hellmann T., Puri M. Venture capital and the professionalization of start - up firms: empirical evidence // The journal of finance. - 2002. - Vol. 57, № 1. - P. 195.

[3] Gompers P. A., Lerner J. The venture capital revolution // The journal of economic perspectives. - 2001. - Vol. 15, № 2. - P. 146.

го капитала[1].

Неизменной остается роль венчурных капиталистов как «профессиональных предпринимателей». Эта роль находит свое отражение в услугах добавленной стоимости (value added services)[2], оказываемых проинвестированным (портфельным) компаниям: финансовое и стратегическое планирование; подбор руководителей; получение банковского или иного долгового финансирования; доступ к международным рынкам и технологиям; региональный поиск стратегических партнеров и приобретаемых компаний; региональное расширение производственных и сбытовых операций; проведение переговоров и осуществление слияний и приобретений; доступ на фондовый рынок[3].

В январе - марте 2002 года, совместными усилиями European private equity and venture capital association (EVCA) и Школой бизнеса Нотингемского университета было проведено исследование[4], в ходе которого были опрошены представители 364 европейских компаний, получивших инвестиции венчурного капитала с 1995 по 2001 годы.

Целью исследования было определение роли венчурного капитала в развитии компаний. Важнейшими результатами исследования явилось то, что около 95 % респондентов заявили о невозможности быстрого развития без участия венчурных капиталистов; 60 % заявили о том, что компания прекратила бы свое существование без вклада венчурного капитала; порядка 46 дополнительных рабочих мест было создано каждой из компаний, получившей инвестиции венчурного капитала.

В то же время, данное исследование позволило выявить характерные черты компаний, ставших объектом инвестиций венчурного капитала.

Среднее число сотрудников компаний менее 50 человек. Причем компании находящиеся на более ранних стадиях развития (начальной - посевной и стадии запуска) в большинстве (64,4 %) имели менее 6 сотрудников, в то время как компании на стадии расширения в 70 % имели менее 50 сотрудников.

Компании, профинансированные венчурным капиталом на посевной стадии и стадии запуска, в 74 % были ориентированы на деятельность в сфере высоких технологий. На стадии расширения доля высокотехнологичных компаний составила 62 %, причем сконцентрировавших свою деятельность, главным образом, в двух сегментах (компьютеры и коммуникации). По мнению автора, столь явные технологические предпочтения[5] венчурных капиталистов были связаны с эрой «dot.com», и носили конъюнктурный характер.

Период нахождения компании в портфеле фонда венчурного капитала в порядке 70 % составил от 2 до 5 лет, как для компаний находящихся на ранней стадии развития, так и стадии расширения. От 2 до 7 лет по компаниям на ранних стадиях развития 91 %, а на стадии расширения 86 %.

Среди факторов, обеспечивших рост стоимости компаний, респонденты выделили четыре

---

[1] На примере Hewlett - Packard Company можно выделить несколько аспектов взаимодействия промышленных корпораций и фирм венчурного капитала: регулярные встречи с представителями 10 - 20 фирм венчурного капитала с целью определения тенденций развития тенденций и возможностей для ведения совместного бизнеса; совершение миноритарных инвестиций и поглощение компаний с участием венчурного капитала для поддержки реализации бизнес - стратегии; предложение технологий, не используемых основными бизнес - единицами корпорации, как основы для образования новых компаний; совершение корпоративными пенсионными фондами инвестиций в фонды венчурного капитала.
Источник: Waites R., Dies G. How corporate research and venture capital can learn from one another. - HP Laboratories, Palo Alto. - Technical reports № HPL - 2005 - 174. - 2005. - 6 p.

[2] Более подробно: Maunula M. The perceived value - added of venture capital investors. Evidence from Finnish biotechnology industry. - The research institute of the Finnish economy (ETLA), Helsinki. - Discussion paper № 1030, 2006. - 86 p.

[3] Mani S., Bartzokas A. Institutional support for investment in new technologies: the role of venture capital institutions in developing countries. - Institute for new technologies, United Nations University, Maastricht. - Discussion paper № 2002 - 4, 2002. - P. 16.

[4] Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe. - European private equity and venture capital association (EVCA), Zaventem. - Research paper. - 2002. - 24 p.

[5] В первую очередь, резкое увеличение доли «Интернет - компаний» в портфелях фондов венчурного капитала.

наиболее важных, оценивая их по шкале от 1 (менее важных) до 5 (очень важных): высокий уровень наличности (ликвидности) (оценка 3,96 - 4,05); разработка новых товаров (оценка 3,75 - 3,90); усиление присутствия на рынке (оценка 3,65 - 3,78); высоко обученный персонал (оценка 3,5 - 3,76).

В дополнение, к вышеуказанным факторам, необходимо добавить менее важные, но все же играющие существенную роль в расширении компаний, такие как: разработка бизнес модели, оптимизация первоначальной бизнес модели, контроль над уровнем издержек, оптимизация капиталовложений, построение бренда, повышение качества продукции.

Причем, было выявлено существенное увеличение расходов на НИОКР, при осуществлении первоначальных инвестиций венчурного капитала, от 370 % (в среднем) для компаний на ранних стадиях развития, и 95 % (в среднем) для компаний на стадии расширения. Существенное увеличение расходов отмечено в целях проведения маркетинга и обучения сотрудников.

В целях оказания услуг, обеспечивающих реализацию указанных факторов скорейшего роста компаний, венчурные капиталисты, в более чем 90 %, встречаются с представителями фирм еженедельно или ежемесячно.

Следует отметить, что для компаний на ранних стадиях развития большее значение имели стратегические советы, включение в отраслевые кластеры, придание статуса кредитоспособности.

Результатом оказания финансовых и нефинансовых услуг является высокий прирост товарооборота, в среднем на 120 % ежегодно, в течение первых четырех лет для компаний на ранних стадиях развития. В среднем, в два раза увеличивается объем экспортных сделок. Однако, учитывая высокие первоначальные затраты, как правило, в течение первых трех лет финансовые потоки компаний остаются отрицательными.

В целом, оценивая вклад венчурных капиталистов в компании, респонденты указали, что уровни занятости, НИОКР, инвестиций, экспорта были бы значительно ниже в случае отсутствия финансовых и нефинансовых услуг венчурных капиталистов.

Таким образом, по мнению автора, результаты оказания услуг добавленной стоимости, можно рассматривать в нескольких ракурсах: воздействия на внешнюю среду портфельной компании, этот ракурс достаточно часто рассматривается в литературе, как средство снижения транзакционных издержек (кредиты, IPO, и др.); достижение более значительной оптимизации расходования средств в пределах портфельной компаний, это делает «экономику более экономной» как в пределах фирмы, так и в пределах фонда венчурного капитала, то есть, для венчурного капиталиста, эти услуги напрямую сопряжены со снижением неоправданных финансовых затрат.

Завершающим этапом жизненного цикла партнерства венчурного капитала является реализация инвестиций или, так называемый, «выход».

По мнению канадских исследователей D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, существует пять способов, посредством которых венчурные капиталисты могут выйти из инвестиций[1]: первоначальное публичное размещение акций; стратегическое приобретение; вторичная продажа; обратный выкуп; списание.

Первоначальное публичное предложение акций («initial public offering (IPO)») предполагает продажу акций портфельной компании на специализированных фондовых площадках для растущих кампаний, таких как NASDAQ в США, AIM в Англии, и др.

При первичном публичном предложении акций, венчурный капиталист, в большинстве случаев, не продает акции. Как правило, между венчурным капиталистом и андеррайтером выпуска заключается соглашение («lock - up agreement»), в котором определяется период, в течение которого венчурный капиталист не имеет права на продажу принадлежащих ему акций. В некоторых случаях, при ликвидации фонда, выплаты инвесторам производятся в виде распределения акций принадлежащих фонду.

---

[1] Cumming D. J., MacIntosh J. G. A cross - country comparison of full and partial venture capital exit strategies. - Faculty of law, University of Toronto, Toronto. - Law and economics research paper № 01 - 04, 2001. - P. 3 - 4.

Стратегическое приобретение («strategic acquisition» или «trade sale») осуществляется путем продажи венчурным капиталистом портфельной компании корпорации, ведущей бизнес в том же или схожем сегменте. Таким образом, происходит вертикальная или горизонтальная интеграция бизнеса, что приводит к синергетическому эффекту, а, следовательно, и увеличению конкурентоспособности корпорации.

Вторичная продажа («secondary sale») предполагает продажу акций портфельной компании третьим лицам. В некоторых случаях, покупателями выступают другие фирмы венчурного капитала или иные финансовые институты. Отличие вторичной продажи от стратегического приобретения заключается в том, что предприниматель (основатель) и другие инвесторы сохраняют доли своего участия в бизнесе, таким образам, происходит продажа лишь доли венчурного капиталиста. Участие во вторичной продаже стратегического инвестора, как правило, приводит к полному поглощению компании стратегическим покупателем в обозримом будущем.

Обратный выкуп («buyback») осуществляется путем обратной продажи акций компании предпринимателю (основателю) или компании.

Списание («write - off») осуществляется путем списания затрат, понесенных венчурным капиталистом на осуществление инвестиций в компании не достигшие финансового успеха.

Американский исследователь, профессор права D. G. Smith, несколько модернизировал данную классификацию[1]. Так, указывая, что вторичная продажа используется редко и, как правило, покупателем выступает стратегический инвестор, предложил рассматривать вторичную продажу как эквивалент стратегического приобретения.

Использование термина «ликвидация» («liquidation») вместо «списания» («write - off»), по мнению D. G. Smith, является более правомерным, поскольку в некоторых случаях венчурный капиталист получает возмещение затрат на инвестиции при распределении активов ликвидируемой портфельной компании.

По мнению исследователей J. A. McCahery и E. P.M. Vermeulen, венчурные капиталисты, в дополнение к вышеуказанным способам, могут осуществить выход из инвестиций путем: выкупа акций портфельной компании с использованием заемных средств; реорганизации компании[2].

Следует отметить, что стратегия выхода, определяет общий уровень затрат, связанный с финансированием портфельной компании: первичное публичное предложение акций требует большего количества финансовых раундов, а следовательно, и затрат на оказание услуг добавленной стоимости, нежели стратегическое приобретение или обратный выкуп. Данная особенность связана с наличием у потенциального покупателя инсайдерсой информации (обратный выкуп) или технологической однородностью процессов (стратегическое приобретение), и подтверждает важность снижения информационной асимметрии, как залога успеха инвестирования венчурного капитала, в том случае, если инвестор венчурного капитала рассматривает участие в портфельной компании как временное.

---

[1] Smith D. G. Control over exit in venture capital relationships / The paper has been prepared for the European financial management association's Annual meeting in Lugano, Switzerland on June 29, 2001. - P. 2.

[2] McCahery J. A., Vermeulen E. P. M. Corporate governance and innovation venture capital, joint ventures, and family businesses. - European corporate governance institute, Brussels . - Working paper № 65, 2006. - P. 47.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Типичные организационные модели ограниченных партнерств венчурного капитала

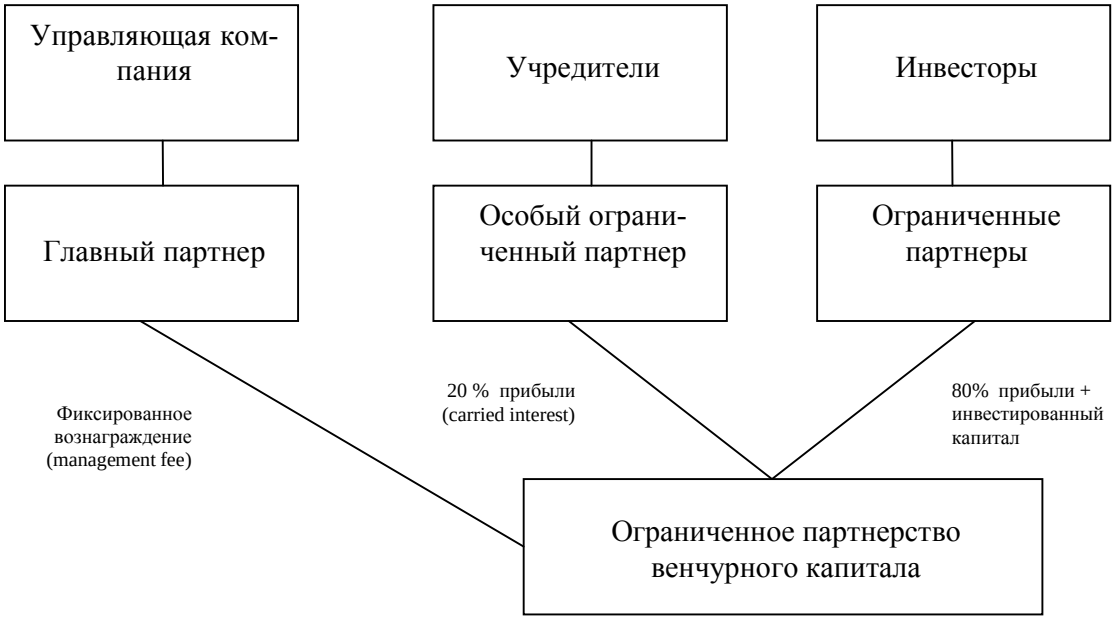

Рис. 1 Типичная организационная модель ограниченного партнерства венчурного капитала в форме английского ограниченного партнерства

Источник: Limited partnerships as private equity funds. - Ashurst, London. - 2001. - P. 12.

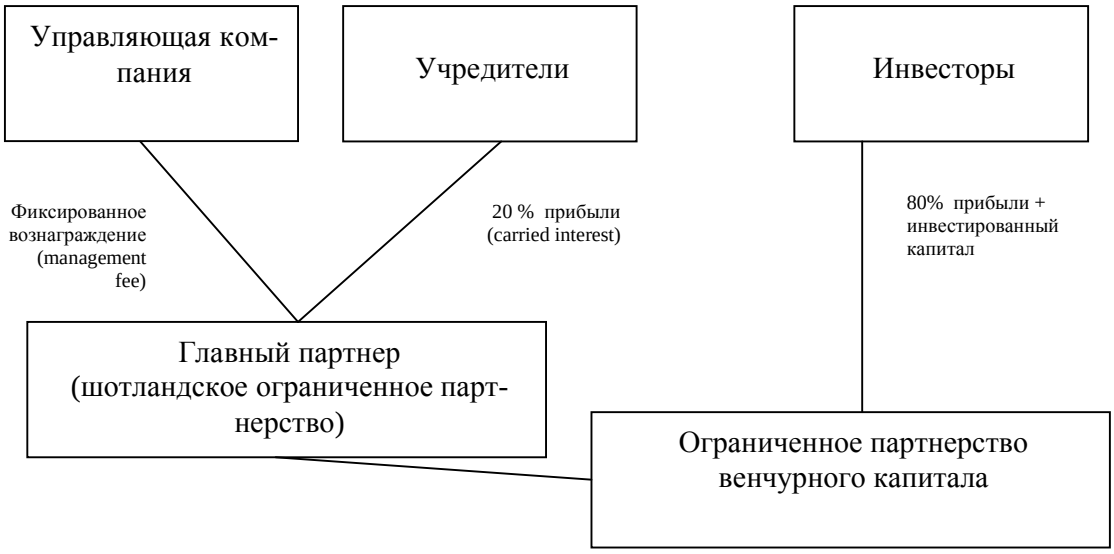

Рис.2 Типичная организационная модель ограниченного партнерства венчурного капитала форме шотландского ограниченного партнерства

Источник: Limited partnerships as private equity funds. - Ashurst, London. - 2001. - P. 13.

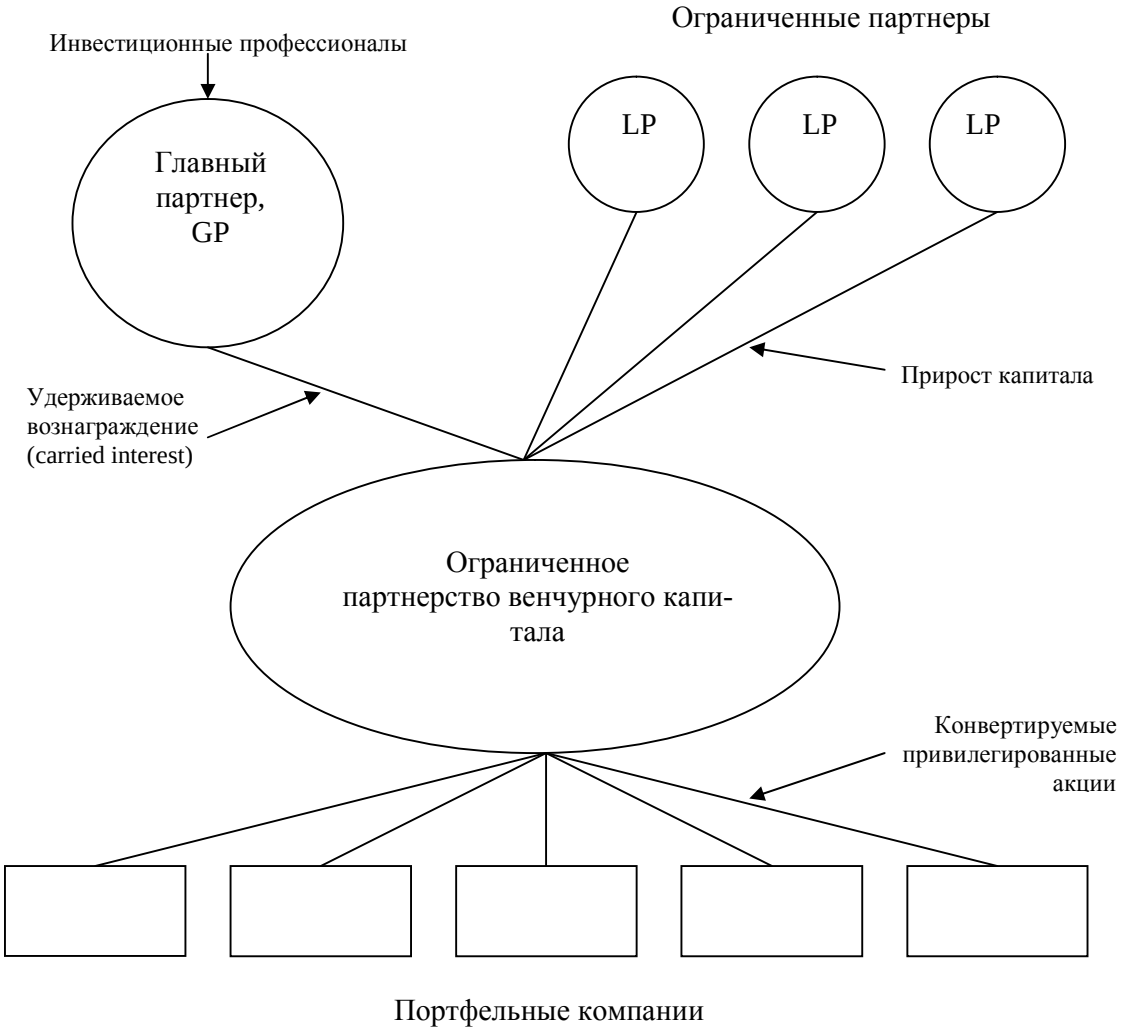

Рис. 3 Типичная организационная модель ограниченного партнерства венчурного капитала форме американского ограниченного партнерства

Источник: Fleischer V. The missing preferred return. - School of law, University of California, Los Angeles. - Law & economics research paper № 05 - 8, 2005. - P. 8.

Приложение 2

Стадии инвестирования венчурного капитала

№	Стадия инвестирования	
1	«Посевные» инвестиции	Малое количество капитала предоставляется изобретателю или предпринимателю, чтобы определить заслуживает ли идея дальнейшее рассмотрение
2	«Запуск»	Компания функционирует менее одного года, деньги используются для разработки продукта, испытаний опытного образца и маркетинговых исследований
3	Первая стадия - раннее развитие	Инвестирование продолжается только в том случае, если технический риск опытных образцов был расценен как минимальный; компания на данной стадии инвестирования вряд ли будет прибыльной
4	Вторая стадия - расширение	Компания выходит на уровень сбыта, который обеспечивает реальную обратную связь с рынком; вероятно, все еще бесприбыльна и нуждается в большом количестве капитала для приобретения оборудования, инвентаря и финансирования дебиторской задолженности
5	Третья стадия - прибыльность	Вероятный быстрый рост продаж; новый венчурный капитал может быть использован для дальнейшего расширения производственной базы, расширения рынка сбыта и повышения качества продукта.
6	Четвертая стадия - быстрый рост к ликвидности	Компания все еще нуждается во внешнем источнике финансирования, чтобы обеспечить рост; риск для внешних инвесторов существенно уменьшен; время и способ «выхода» еще не определены
7	«Переходная» стадия - «мезанинное» инвестирование	Не смотря на потенциальное знание приблизительного выбора времени и формы «выхода» венчурного капитала из компании, компания все еще нуждается в капитале, чтобы продолжить рост
8	Стадия ликвидности - «выход»	Инвесторы могут получить материальную выгоду путем продажи существенной части их доли в акционерном капитале компании

Источник: Sahlman W. A. The structure and governance of venture capital organizations // Journal of financial economics. - 1990. - Vol. 27, № 2. - P. 479. Цитируется по Parker E., Parker P. T. Venture capital investment: emerging force in the Southeast // Economic review. - 1998, Federal Reserve Bank of Atlanta. - Fourth quarter. - P. 39.

Приложение 3

Финансирование развития компании Amazon.com

№	Раунды финансирования	Цена акции (долл. США)	Источник финансирования	Размер инвестиций (долл. США)
1	Июль - ноябрь 1994 г.	0,001	Основатель (J. P. Bezos)	54 000 (44000 - взяты в долг)
2	Февраль - июль 1995 г.	0,1717	Семья основателя	245000
3	Август - декабрь 1995 г.	0,1287 - 0,3333	Бизнес ангелы (2)	54408
4	Декабрь 1995 г. - май 1996 г.	0,3333	Бизнес ангелы (20)	937000
5	Май 1996 г.	0,3333	Семья основателя	20000
6	Июнь 1996 г.	2,3417	Венчурные капиталисты (2)	8000000
7	Май 1997 г.	18	Фондовый рынок (IPO)	49100000 (эмиссия 3 000000 акций)
8	Декабрь 1997 г. - май 1998 г.	52,11	Фондовый рынок (облигационный займ)	326000000

Источник: Mayer C. Institutional investment and private equity in the UK. - Oxford financial research centre, University of Oxford, Oxford. - Working paper № 2001 - FE - 10, 2001. - P. 24.