



РАВИ

Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования

Материал портала «Венчурная Россия» www.allventure.ru

АНАЛИТИЧЕСКАЯ ЗАПИСКА

«О деятельности венчурных фондов и основных направлениях их развития»

Общие сведения

Целью венчурного инвестирования является получение доходов инвесторами в виде возврата на инвестиции при продаже возросших в цене акций компаний. Рост стоимости компаний происходит в средне- или долгосрочной перспективе. Этот прирост капитала выше, чем доход от альтернативных вложений, что компенсирует риск и неликвидность таких вложений.

Венчурные инвестиции имеют следующие основные признаки:

- венчурный капиталист делит риск с предпринимателем;
- долгий инвестиционный горизонт (от 3 до 7 лет);
- в дополнение к инвестициям выстраиваются отношения с менеджментом компании для обеспечения поддержки, основанной на опыте и связях инвестора (added value);
- возврат средств осуществляется в виде реализации возросшей в цене доли инвестора в собственности компании в конце инвестиционного периода.

Для достижения цели венчурный инвестор решает следующие задачи:

- осуществляет поиск и отбор малых компаний, привлекательных для венчурных инвестиций;
- проводит тщательное изучение финансового и юридического состояния отобранной компании, оценивает ее стоимость на настоящий момент и прогнозирует ее будущую стоимость для окончательного принятия решения об инвестировании;
- осуществляет венчурные инвестиции;
- способствует росту и развитию проинвестированной компании с целью увеличения ее первоначальной стоимости;
- осуществляет изъятие средств по окончании инвестиционного периода.

В общем случае, к субъектам венчурного предпринимательства относятся:

- инвестиционные институты (институциональный сектор) – фонды прямых инвестиций и венчурного капитала, и неинституциональный (неформальный сектор) – частные инвесторы (бизнес-ангелы);
- объекты инвестиций (частные компании, акции которых не торгуются на фондовом рынке).

Почему государственные структуры участвуют в развитии венчурной индустрии

Государственные структуры большинства экономически развитых государств¹ признают, что индустрия прямого и венчурного капитала занимает важную позицию в комплексе мер по достижению роста, инновационного развития и конкурентоспособности. Благодаря этой индустрии происходит стимулирование экономики путем активного инвестирования и поддержки бизнеса с высоким потенциалом роста в существующих промышленных секторах.

Позитивная роль венчурной индустрии состоит в следующем:

- активизация создания новых коммерчески успешных инновационных предприятий, являющихся катализатором роста отраслей с высокой добавленной стоимостью;
- венчурный бизнес становится еще одним способом перераспределения финансовых ресурсов в масштабах экономики, благодаря определенным преимуществам – оперативности, отсутствию лоббирования и субъективистских подходов в распределении финансовых ресурсов;
- фонды венчурного капитала не только инвестируют, но и поддерживают развитие компаний с высоким потенциалом роста на ранних стадиях развития, создавая рабочие места для высококвалифицированного персонала в новых инновационных сферах, где другие финансовые инструменты труднодоступны;
- фонды более поздних стадий развития содействуют передаче прав собственности существующих компаний, помогают малым компаниям вырасти в крупные, а также осуществляют инвестиции в жизнеспособные предприятия, которые являются отделениями (spin-out) уже существующих компаний, способствуя диверсификации и освоению новых рыночных ниш;
- фонды венчурного капитала обеспечивают долгосрочные результаты благодаря использованию более ясного стратегического видения с более четким и сфокусированным операционным контролем. Период «совместного проживания» с инвестором длится 3–7 лет, давая возможность компаниям достигать следующего уровня развития и роста;

¹ European Venture Capital & Private Equity Association.

- фонды венчурного капитала являются важными агентами экономического развития, обеспечивающими высокий уровень корпоративного управления, систему стандартов и профессионализм в частном бизнесе².

Государство разрабатывает и реализует программы поддержки венчурной индустрии по двум основным причинам: во-первых, существует обоснованное представление о том, что развитие венчурной индустрии сопровождается созданием так называемых общественных выгод (social benefits); во-вторых, это связано с ограниченностью финансовых ресурсов частного сектора на определенных стадиях развития компаний.

Общественные выгоды –

правительства считают, что позитивное воздействие на экономику, которое ощутит общество от программ поддержки венчурного капитала, не ограничится только прибылью, которую, в конечном счете, получают частные лица. Проекты, направленные на поддержку малых компаний, способствуют созданию новых рабочих мест, новых технологий, имеющих важное стратегическое значение для долгосрочного роста экономики.

Ограниченность финансовых ресурсов частного сектора –

государство может попытаться восполнить нехватку средств, мешающую жизнеспособным малым компаниям получить необходимое им финансирование в частном секторе на приемлемых условиях. Нехватка финансирования может быть связана с отсутствием мотивации у частных инвесторов работать с бизнесами, не имеющими внятной кредитной истории и достаточных активов, которые могли бы быть залогом в случае финансовых провалов проектов. Известно, что инвесторы предпочитают иметь дело с крупными и уже утвердившимися на рынке компаниями. Также известно, что технологическим компаниям найти источник финансирования труднее, чем другим предприятиям, и это обстоятельство определяет акценты соответствующих программ поддержки.

В экономически развитых странах создание венчурных фондов, специализирующихся на работе с компаниями на ранних стадиях развития (seed и start-up), особенно в сфере технологических инноваций, происходит при существенном участии государственных инвестиций. А фонды прямых инвестиций, специализирующиеся на инвестициях на более поздних стадиях, образованы в основном за счет средств частных и корпоративных инвесторов.

Текущая ситуация в России

Весьма позитивная финансовая и экономическая ситуация, наблюдавшаяся как во всем мире, так и в России до конца 2007 года, вызвала экспоненциальный рост числа фондов прямых и венчурных инвестиций.

² Доклад экспертной группы по альтернативным инвестициям ЕС «Развитие прямых инвестиций в Европе» (перевод на русский язык РАВИ).

В России в 2007 году объем вновь привлеченных средств в 3 раза превысил этот же показатель 2006 года. Всего же на конец 2007 года на отечественном инвестиционном рынке действовало около 130 фондов, аккумулировавших более 10 млрд долл.

В 2006–2007 годах на рынок дополнительно пришло 68 фондов, в которых аккумулировано более 4,5 млрд долл. (прирост 2007 года по сравнению с концом 2006 года составил около 63% – 6,28 млрд долл).



Капитализация фондов прямых и венчурных инвестиций, действующих на территории России, 1994–2007 годы (млн долл.)

Рынок инвестиций на начальных стадиях вплоть до середины-конца 2008 года также продолжал демонстрировать тенденцию активного роста.

К концу 2007 года число управляющих компаний (УК), осуществляющих свою деятельность в сфере прямых (венчурных) инвестиций на территории РФ, достигло 82 (по сравнению с 69 в 2006 году). Таким образом, прирост числа УК составил 18%.

В соответствии с объемом средств под управлением, УК можно подразделить на три группы. Верхняя граница наиболее капиталоемкой группы составляет 2 млрд долл., что является отражением тенденции последних лет к укрупнению размеров фондов и связанных с этим увеличением объемов инвестиций. Характерно, что эта группа компаний, под управлением которых находятся фонды «тяжеловесы», традиционно обеспечивает основной вклад в общий прирост капитализации. С этой точки зрения, вклад фондов этой группы еще более усилился (около 86% за 2007 год по сравнению с 74% в 2006 году).



Количество венчурных фондов и фондов прямых инвестиций, действующих на территории России (1994–2007 годы)

Распределение по группам капиталоемкости выглядит следующим образом.

«Крупные» УК

Число управляющих компаний, относящихся к наиболее капиталоемкой группе (капитализация фондов 151–2000 млн долл.), составило 15 УК. В распоряжении данной группы УК находится суммарный капитал под управлением в размере около 6,9 млрд долл. Инвестиции фондов этой группы осуществляются преимущественно в компании на стадии расширения и поздних стадиях развития. Объем инвестиций колеблется в пределах 15–60 млн долл. в одну компанию.

«Средние» УК

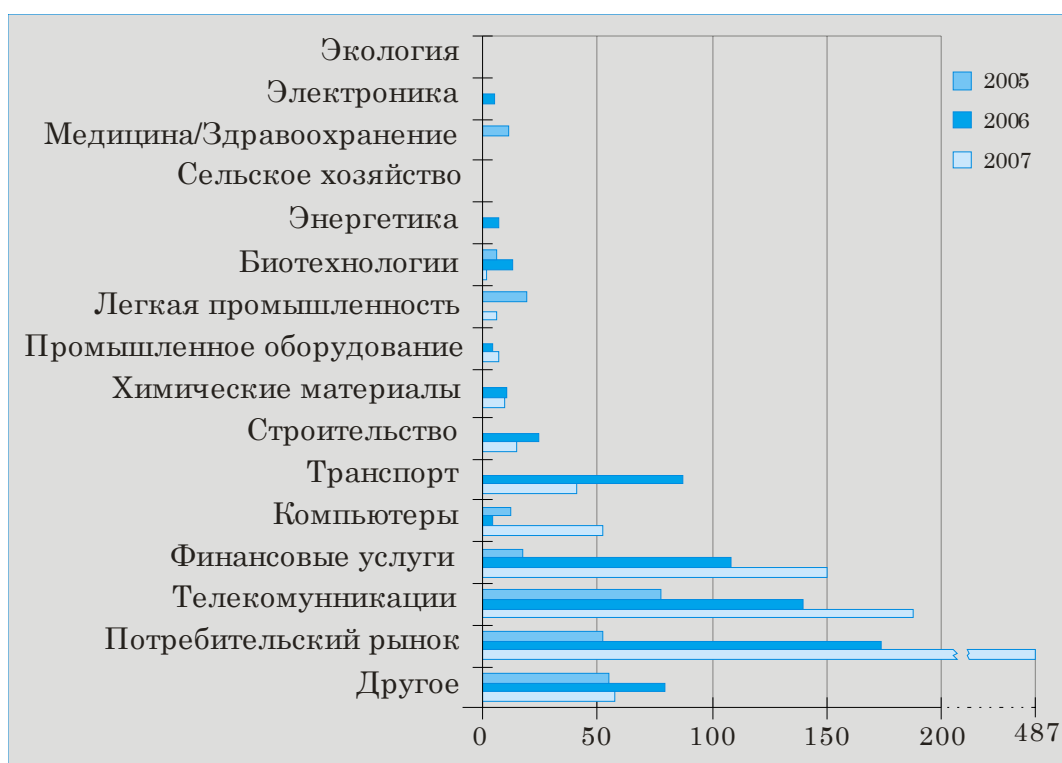
Число управляющих компаний второй группы, работающих с фондами размером от 51 до 150 млн долл., достигло 28 УК. Изменение числа компаний в этой группе было связано с появлением новых фондов. Объем средств под управлением УК данной группы составил около 2,64 млрд долл. Для фондов этой группы характерно отсутствие явных предпочтений с точки зрения стадии развития инвестируемых компаний. Объемы сделок варьируются в пределах от 5 до 15 млн долл.

«Малые» УК

Третья группа содержит наибольшее число управляющих компаний – 39. Объем средств под управлением компаний этой группы составил около 720 млн долл. Приток в эту группу новых компаний, которые пришли на рынок с новыми фондами,

компенсировался оттоком капиталов из этой группы в связи с переходом УК в более капиталоемкие группы. Объемы заключаемых сделок в данной группе составляют от нескольких сотен тысяч до 3–5 млн долл. Эта группа фондов представляет наибольший интерес с точки зрения осуществления инвестиций в компании ранних стадий.

Важным моментом является то, что рубеж 2007–2008 годов отмечен приходом ряда крупнейших иностранных фондов – этот факт характеризует относительную «зрелость» российского рынка. Необходимо отметить, что тезис о «зрелости» рынка справедлив в отношении фондов прямых инвестиций, специализирующихся на поздних стадиях. Активность этих фондов, несомненно, окажет существенное влияние как на капитализацию рынка прямых и венчурных инвестиций в России, так и на рост общего объема сделок, что будет отражено в статистике за 2008 год³.



Распределение объемов инвестиций по отраслям, 2005–2007 годы (млн долл.)

Общая сумма идентифицированных инвестиций в российские компании в 2007 году более чем в 1,5 раза превышает объем инвестиций за 2006 год (653 млн долл.). Наблюдается устойчивая тенденция роста доли российского капитала – благодаря ряду усилий правительства и активизации российских институциональных инвесторов в ближайшем будущем она превысит 1/3.

³ Статистика рынка прямых и венчурных инвестиций за 2008 году находится в стадии разработки.

Необходимо констатировать, что в отношении инвестиционной привлекательности в традиционных лидерах находятся секторы потребительского рынка, телекоммуникаций (компьютеров) и финансов – такая тенденция наблюдается и в развитых странах Европы и в США.

Несмотря на то, что к концу 2007 года примерно полтора десятка ЗПИФ ВИ были сформированы по программам МЭР и в основном приступили к работе по отбору компаний, доля инвестиций в высокотехнологические проекты по-прежнему относительно невелика (размер сделок колеблется от сотен тысяч до нескольких миллионов долларов, при этом фондами выполнены минимальные обязательные требования по инвестированию в первый год работы).

В 2007 году подобные фонды под управлением трех компаний, победивших на конкурсах еще в 2006 году, осуществили 9 сделок на общую сумму чуть более 20 млн долл. Активизации инвестиций в этой сфере следует ожидать в 2009–2010 годах, после того как будет в общем и целом завершен конкурсный этап по отбору УК в рамках реализации программы частно-государственного партнерства, а ранее созданные фонды полностью сформируют свои инвестиционные портфели. Это нормальная ситуация, объективно определяемая инерционностью работы инвестиционного механизма.

На рынке преобладают сделки на более поздних стадиях развития компаний. Средний размер сделки в 2007 году несколько повысился относительно 2006 года и составил около 12 млн долл. (в целом средний размер сделки стабильно растет: в 2006 году – 10 млн долл., в 2005 году – 7,5 млн долл., в 2004 году – около 5 млн долл.).

Следует констатировать, что с точки зрения распределения инвестиций по стадиям значимых изменений не происходит, и в целом сохраняются тенденции прошлых лет. Наблюдается серьезная диспропорция между инвестициями на «венчурных» стадиях – «посевной», начальной и ранней (согласно адаптированной классификации EVCA) по сравнению с более поздними стадиями (в т.ч. стадией «расширения»). Доля инвестиций на посевной и начальной стадиях, по оценкам РАВИ, составляет 11%.

Вместе с тем нельзя не отметить рост объема инвестиций в денежном выражении более чем на одну треть – около 108 млн долл. в 2007 году относительно 76 млн долл. в 2006 году, в том числе на посевной и начальной стадиях – 42 млн долл., на ранней – около 66 млн долл. (в 2006 году соответственно 39 млн долл. и 37 млн долл.).

Благодаря мерам по мобилизации частного капитала, предпринятым со стороны государства⁴, и по мере естественного «созревания» среды и рынков, придающих технологическому сектору более привлекательный аспект для частных институциональных венчурных инвесторов, в ближайшие 2-3 года объем совокупного прямого капитала, ориентированного на инновационные компании, превысит 2 млрд долл.

Несмотря на ухудшение экономической обстановки и ослабление финансовых рынков, в 2008 году ряд положительных тенденций сохранился. Созданные фонды заинтересованы в размещении аккумулированных средств, а значит и в поиске потенциальных реципиентов инвестиций, активы которых за последнее время резко подешевели, поэтому ожидание возвратов на такие вложения могут быть значительно выше, чем прежде.

⁴ С учетом функционирования РВК.

Однако основным негативным результатом 2008 года стал «лопнувший пузырь» ликвидности, породивший ряд серьезных проблем, проявление которых будет заметно в ближайшие два-три года:

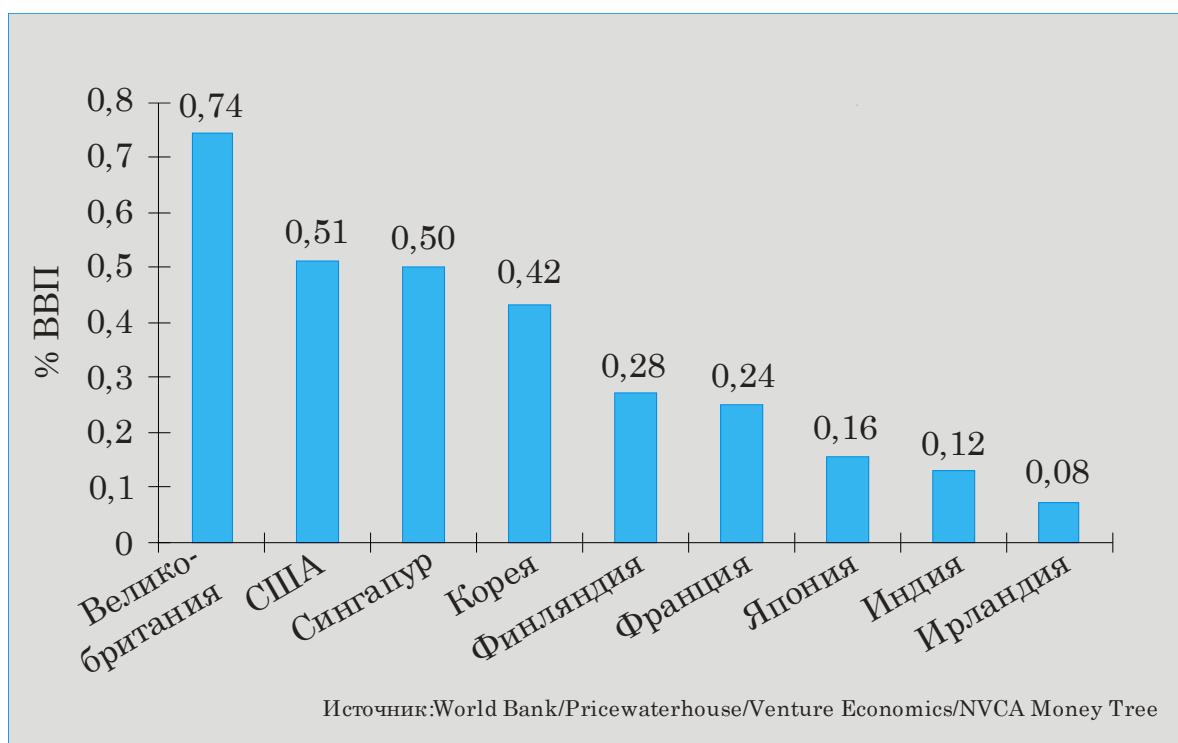
- поднять новые фонды в нынешних условиях чрезвычайно трудно;
- фонды, созданные по принципу финансовых обязательств инвесторов (capital commitment), скорее всего, будут испытывать трудности из-за нехватки денег у инвесторов;
- выходить из проинвестированных проектов станет невыгодно.

Оценивая влияние кризиса на российский рынок, эксперты занимают сдержанно оптимистичную позицию. Одной из основных причин позитивного настроения является, как ни странно, именно более высокий уровень риска отечественного рынка. Фонды, инвестировавшие в российские компании, вкладывались в бумаги непубличных компаний, на которых кризис отразился не столь сильно.

Кроме того, кредитное плечо для увеличения доходности по портфелю также использовалось не столь активно, в силу чего и стоимость портфеля многих фондов уменьшится не столь критично. Кроме того, многие фонды, созданные в последние годы, в том числе и с участием государственных структур, не успели вложить средства и заинтересованы в объектах для инвестиций. Очевидно, что эти фонды будут вкладывать средства в компании с конкурентоспособной продукцией, работающие на перспективном – новом или уже существующем, но динамично развивающемся рынке.

Достаточность предложения венчурного капитала

Оценивая достаточность предложения венчурного капитала в России, целесообразно ориентироваться, с одной стороны, на удельный показатель, характеризующий отношение объема венчурных инвестиций к ВВП. Для стран с развитой экономикой и зрелым рынком прямых и венчурных инвестиций он составляет десятые процента от ВВП (в России – менее 0,01%). Данный показатель характеризует потенциал роста для сектора венчурных инвестиций в средне- и долгосрочной перспективе.



Предложения венчурного капитала в % ВВП, 2004 год

С другой стороны, необходимо учитывать ограничения, связанные с возможностями среды, генерирующей поток сделок для этого сектора, которая в России развита существенно хуже и сейчас является одним из основных препятствий на пути развития венчурной индустрии.

В любом случае, предложение венчурного капитала в России в настоящий момент недостаточно, и даже с учетом реализуемых программ и созданных институтов в ближайшие пять лет его объем должен быть увеличен в разы.

Особенно это важно в отношении «неформального» сектора (частные инвесторы или бизнес-ангелы⁵), осуществляющего «предвенчурное» инвестирование ранних стадий и не структурированного как фонды венчурных инвестиций.

Именно «неформальный» сектор играет решающую роль в формировании потока проектов для «институционального» сектора венчурного капитала, осуществляя на практике проверку предположений о рыночной состоятельности проектов на «предвенчурной стадии» и их «доупаковку» под требования «институционального» сектора. Точной статистики по объемам осуществляемых в этом секторе сделок в России не имеется.

⁵ В настоящее время в рамках договоренности РАВИ, РОСНАНО и РВК в России создается RuBAN – Российская бизнес-ангельская сеть (подобна EBAN – European Business Angel Network).

Факторы, влияющие на развитие венчурного предпринимательства

Для построения эффективной российской венчурной индустрии, основными субъектами которой являются прямые инвесторы и растущие компании, необходимы следующие условия:

- Наличие рынка свободного капитала (желательно, национального), готового взять на себя дополнительные инвестиционные риски.
- Наличие компаний, демонстрирующих способность к быстрому росту.
- Наличие благоприятной среды, обеспечивающей условия для эффективного взаимодействия инвестора и компании.

Венчурная индустрия не существует «сама по себе». Она глубоко интегрирована в финансовую среду, промышленно-производственный сектор, национальную инновационную систему, зависит от нормативно-правового поля, уровня культуры корпоративного управления и предпринимательской активности.

Несмотря на то, что в последние годы в России была разработана и принята к реализации серия инициатив, направленных на интенсивное развитие венчурной индустрии, механизмы венчурного инвестирования применяются еще недостаточно активно.

Среди основных проблем, с которыми сталкиваются в России венчурные инвесторы в работе с высокотехнологическим сектором, отмечаются следующие:

- Явно недостаточное количество проектов с высоким экономическим потенциалом, привлекательным для венчурных инвесторов.
- Незрелость правового поля, благоприятного для деятельности венчурных инвесторов.
- Отсутствие сформированного рынка выхода из венчурных проектов (включая публичное первичное размещение).

Сложившаяся ситуация определяется рядом как объективных, так и субъективных факторов.

Фактор завершенности инвестиционного цикла

Для венчурного инвестирования в России критически важно обеспечение бесперебойного функционирования цепочки непрерывного инвестирования развивающихся бизнесов, начиная с ранних стадий. Завершенный инвестиционный цикл, прежде всего, подразумевает процесс непрерывного увеличения стоимости бизнеса.

Под «стоимостью» компании в данном контексте следует понимать как непосредственно цену совокупных активов компании и стоимость ее денежных потоков, так и стоимость ее нематериальных активов, выражающихся, например, в корпоративной культуре компании, совершенствующейся по мере перехода фирмы на новые уровни взаимодействия с финансовыми институтами, работающими на различных уровнях инвестиционной спирали.

Наличие «цепочки непрерывного финансирования» в экономике подразумевает вовлечение в инвестиционный процесс всех заинтересованных участников: государства, бизнес-ангелов, венчурных и прямых инвесторов, инвестиционных банков, крупных корпоративных инвесторов. Помимо этого, «непрерывное инвестирование» предполагает наличие и отлаженную работу инфраструктурных звеньев, обеспечивающих возможность приложения и перераспределения инвестиционных ресурсов, принадлежащих представителям этих групп, в процессе добавления стоимости в объект предпринимательской инициативы.

Фактор «инновационной пассивности» крупного российского бизнеса и низкого внутреннего спроса на высокотехнологическую продукцию

Являясь активными потребителями «внешних инноваций» и находясь в «конце цепочки» роста капитализации, крупные компании создают, в том числе через поглощения малых и средних компаний (МСП), своего рода «разность потенциалов», в значительной степени определяющую мотивацию и возможности для собственников МСП реализовывать бизнес-стратегии, ориентированные на быстрый рост капитализации. Роль этой цепочки крайне существенна и для функционирования венчурного капитала, поскольку определяет возможности для выхода.

Малые и средние компании являются наиболее мотивированными и гибкими в освоении новых рыночных ниш. Когда размер этих ниш достигает определенных значений (начиная с десятков-сотен миллионов долларов), наиболее перспективные из них, как правило, поглощаются более крупными компаниями, что встроено в стратегии бизнеса и в значительной мере определяет конкурентоспособность крупного бизнеса. Естественно, это не единственный, но существенный фактор.

В нашей стране ситуация осложняется тем, что число отечественных крупных компаний в технологическом секторе, придерживающихся подобной идеологии, крайне мало. Этому есть ряд причин:

- Число крупных компаний в технологическом секторе, ориентированных на рынок массового потребителя, в принципе мало.
- Демотивированность собственников – конкурентоспособность как крупных компаний технологического сектора, так и работающих в традиционных отраслях, часто определяется не только и не столько способностью активно создавать и/или поглощать инновации, а иными факторами (лоббирование государственных заказов и субсидий, «мягкое» рейдерство, эксплуатация ресурсов и пр.).
- Уровень корпоративного управления часто не соответствует в должной мере объективно стоящим перед бизнесом стратегическим задачам.

Фактор среды для формирования потока сделок (deal flow)

Необходимо констатировать ряд настораживающих факторов, которые усиливают риски, влияющие на перспективы развития гармоничной самовоспроизводящейся системы, обеспечивающей поток сделок для сектора институционального венчурного капитала, являющегося скорее «вершиной айсберга».

Наблюдается перекося государственных программ федерального уровня, ориентированных на создание финансовой инфраструктуры, в сторону развития институционального венчурного капитала. Проблема с потоком сделок для прямых инвесторов становится ключевой, и она не может быть решена в полной мере даже путем создания системы небольших «посевных» фондов венчурного капитала.

Нужны дополнительные, более гибкие и массовые финансовые инструменты, предоставляющие «финансовый рычаг» и снижающие риски частных (не институциональных) инвесторов на ранних стадиях развития и коммерческих финансовых источников (в том числе, программы со-финансирования, гарантирования кредитов, долгосрочных ссуд или ссуд на обслуживание в первые месяцы кредитов коммерческих банков и др.).

На федеральном уровне успешно работает единственный институт, частично заполняющий указанные «ниши» – Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (Фонд Содействия), действующий в условиях жестких ограничений по выбору инструментов, по сути имеющий возможность только предоставлять субсидии на выполнение небольших по объему НИОКР.

Российский фонд технологического развития (РФТР), который мог бы, в том числе, предоставлять ссуды на выполнение «средних» НИОКР, из-за ряда юридических проблем практически приостановил свою деятельность.

В настоящий момент нельзя говорить о существовании *целостной* системы финансовых институтов и инструментов, обеспечивающих *непрерывный цикл* финансирования и инвестирования инновационных компаний, который реализует «мягкий» переход от субсидий на посевной стадии к 100% доли частного капитала на поздних стадиях.

Роль косвенных мер так же велика, как и роль прямых мер – финансовых. Меры косвенного воздействия связаны с повышением предпринимательской активности, ростом культуры корпоративного управления, созданием комфортной среды для взаимодействия всех участников инвестиционного процесса: инвесторов, компаний, посредников.

При разработке и реализации программ по развитию венчурного предпринимательства как федерального, так и регионального уровня, необходимо акцентировать внимание на гармоничном развитии всех секторов инфраструктуры:

- *Финансового* – задачей которого является преодоление барьеров и «финансовых разрывов» при создании и выводе на рынок продукции и/или услуг недавно созданных инновационных компаний, стимулирование притока частного капитала в компании ранних стадий развития.
- *Кадрового* – (консультационного), задачей которого является формирование критической массы специалистов, предпринимателей, инвесторов, обладающих необходимыми компетенциями в сфере венчурного предпринимательства.
- *Контактного* – задачей которого является формирование среды для установления деловых связей субъектов венчурного предпринимательства и обмена профессиональным опытом.
- *Информационного* – задачей которого является пропаганда идей венчурного предпринимательства, содействие распространению знаний и деловой информации, повышение прозрачности рынка.

Фактор стабильности государственной политики в отношении индустрии

События последних месяцев ставят под сомнение способность государства обеспечить долгосрочную определенность «правил игры» – история с ОАО «РВК» является ярким примером того, что они могут меняться на полпути, что существенно подрывает доверие, начавшее складываться между частными инвесторами и государством при реализации программ частно-государственного партнерства.

Мнение профессионального сообщества таково, что в стратегических отношениях с государством чрезвычайно важны два тезиса:

- Неуклонное соблюдение однажды установленных государством «правил игры» в течение длительного промежутка времени.
- Отсутствие вмешательства государства во внутренние частные вопросы фондов.

И к правовому полю, и к налоговому режиму инвестор приспосабливался раньше и сможет приспособиться в будущем. На примере РВК, «правила игры» были установлены и зафиксированы и в Уставе самой РВК, и в Правилах доверительного управления фондов (ПДУ). И они не были нарушены созданными РВК фондами. Нарушение требований инвестиционного меморандума (ПДУ) фондом – это, фактически, нонсенс. Помимо чисто правовых последствий, это огромный риск для репутации независимой управляющей компании.

Управляющая компания, нарушившая законы бизнес-этики, фактически лишается в будущем возможности «поднять» деньги для организации новых фондов и выходит из числа востребованных индустрией игроков.

Фактор нормативно-правового поля

Несмотря на ряд принятых мер в области законотворчества (принятие поправок к закону об инвестфондах, подготовке закона об акционерных соглашениях и др.), все еще не решена задача создания правового поля, адекватного сущности процесса венчурного и прямого инвестирования.

Вопрос разработки конкретного пакета предложений в области изменения законодательства требует отдельной проработки. Ниже представлен ряд пожеланий, сформулированных участниками рынка⁶.

- Создать организационно-правовую форму для структурирования фондов венчурного инвестирования в юрисдикции России, соответствующей мировой практике организаций венчурных фондов (аналог LP).
- Предусмотреть возможность формирования фонда на основе финансовых обязательств инвесторов, перечисления средств в фонд по мере одобрения проектов для инвестирования, участия инвесторов фонда в принятии инвестиционных решений, и др.
- Устранить необходимость или увеличить период переоценки проинвестированных компаний в случае ЗПИФ для существенного уменьшения операционных и финансовых затрат управляющей компании.
- Устранить требования по составу и структуре активов инвестиционного фонда, связанные с ограничением до 25% доли акций ЗАО в составе имущества ЗПИФ.
- Освободить на срок не менее 3 лет доходы частных инвесторов, направленные на покупку ценных бумаг некотируемой компании, от налога на доходы с физических лиц.
- Решить вопрос передачи интеллектуальной собственности от государственных НИИ и ВУЗов малым инновационным предприятиям.

⁶ Некоторые рекомендации, высказанные в начале 2008 года специалистами МЭР, занимающихся разработкой поправок к законодательству, получившие положительную реакцию со стороны сообщества профессионалов венчурной индустрии, приведены ниже. Так, в части юридических норм, определяющих деятельность реципиентов инвестиций (акционерных обществ), предлагается:

- Целесообразно ограничить круг лиц, которые могут оспорить акционерное соглашение. Такое право следует предоставить самому обществу, участникам и акционерам, не являющимся стороной соглашения, поскольку в первую очередь именно их интересы могут быть нарушены данным соглашением. Третьи лица не должны иметь такого права.
- Распространить возможность голосования большим количеством голосов на любые вопросы, находящиеся в компетенции собрания акционеров.
- Исключить положение о праве суда снизить неустойку до стоимости акций, принадлежащих стороне акционерного соглашения, нарушившей это соглашение. Определить, как устанавливается стоимость акций в п.9 проекта Федерального закона «О внесении изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации и Федеральный закон «Об акционерных обществах»» (в части регулирования акционерных соглашений).
- Разъяснить концепцию «права на акции» в проекте Федерального закона «О внесении изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации и Федеральный закон «Об акционерных обществах»» (в части регулирования акционерных соглашений).

Мнения участников российского рынка⁷

Потребность российского рынка в венчурных инвестициях (VC)

Потребность существует, поскольку VC являются едва ли не единственным доступным серьезным финансовым ресурсом для независимых команд. На сегодня мы оцениваем потребность рынка как 30–50 венчурных команд с суммарным объемом инвестирования порядка 5–10 млрд руб. в год. Для нынешнего уровня развития инновационного предпринимательства этого достаточно.

Рынок VC развивался и будет развиваться даже без участия государства, однако скорость этого развития крайне медленная, и только государство может ускорить этот процесс, выстроив цепочку от образования и фундаментальных исследований до создания преференций компаниям, внедряющим новые технологии.

Ускоренное развитие VC необходимо, если стратегия России предусматривает необходимость стать одним из мировых центров разработки высоких технологий либо обеспечить независимость в высоких (читай, оборонных) технологиях. В этом случае через 5–7 лет объем инвестиций венчурных фондов должен достичь 50–100 млрд руб. в год, что, впрочем, будет иметь смысл, только если будет работать вся инновационная цепочка, включая прикладную науку.

Способный к инвестициям российский бизнес существует, как правило, в форме крупных и крупнее среднего конгломератах, в том числе со значительной или преобладающей долей госучастия. Рыночное поведение этих конгломератов показывает, что их топ-менеджмент не имеет навыка, мотивации и вообще опасается финансирования и другой поддержки технологических инноваций в виде стартапов внутри своих бизнес-структур. Инновации приходят только в виде импорта западного опробованного технологического оборудования. Собственники больше думают о текущем выживании и о том, как избежать «отъема» собственности. То есть, внутри сложившегося на сегодня российского бизнеса нет центров и причин роста инновационной экономики.

Случайно такой центр стал возникать вокруг небольшого по своим капиталам венчурного движения – это модель роста инноваций «с нуля» вне конгломератов. Государство в период «тучных лет» наряду с другими несвойственными ему в обычные годы тратами профинансировало ряд институтов развития. В их числе оказались РВК, Роснано и Программа частно-государственных региональных венчурных фондов.

На эти деньги или за счет этих госденег в отрасль инвестиций в технологическое развитие были вовлечены частные человеческие и капитальные ресурсы. И это – единственный

⁷ В данном разделе представлены некоторые частные развернутые мнения профессиональных участников рынка прямых и венчурных инвестиций, которые РАВИ считает целесообразным привести вне рамок обобщений аналитической части настоящего документа.

центр генерации самостоятельного (не основанного на импорте) технологического развития в России.

Если существует политический заказ (спрос) на Россию как высокотехнологическую страну, то этот центр надо не «убивать», а поддерживать, очищая его от коррупции и «распила».

Говорить о потребности в VC некорректно. Потребность со стороны «полусумасшедших» изобретателей на деньги всегда была и всегда будет. Но они ждут грантов и не хотят думать о том, что они должны быть «предпринимателями». Это плохо, но в России ситуация, как правило, такова, что потребность российского рынка в виде спроса на инновационные технологии, которые выращивает VC, пока не очень заметна. Тем не менее это спрос латентный, необходимо «только» сформировать рынок стартапов. Когда-то ведь не было спроса на мобильные телефоны, пока их не показали как товар.

Основные сдерживающие факторы развития венчурного инвестирования

В России существует спрос на венчурный капитал. Есть много молодых и неопытных еще предпринимателей, но с массой новаторских идей.

Проблема не в недостатке креативности – проблема в нехватке бизнес-ангелов, инвестирующих «посевной» капитал. Без таких первичных инвесторов инновации, созданные научным сообществом, явно не готовы к коммерциализации. Именно поэтому инвестиционные идеи, представляемые менеджерам профессиональных венчурных фондов, просто не соответствуют тем жестким критериям, по которым эти менеджеры рассматривают потенциальные инвестиционные проекты. В этой связи многие обладатели венчурного капитала жалуются не на недостаток новых идей, а скорее – на отсутствие должным образом подготовленных инвестиционных предложений. Это серьезнейшая проблема в данной сфере в России.

Внешняя среда в целом неблагоприятна для предпринимательства, особенно в части административных барьеров и неуважительного отношения общества к предпринимателям, и культура предпринимательства в целом в стране низка.

Для научно-технической сферы практически отсутствует отработанная цепочка «разработка–внедрение», что затрудняет для разработчика (изобретателя) создание инновационной компании. Например, нет легитимного пути оформления интеллектуальной собственности на ВУЗ и ученого-разработчика, с правом ученого коммерциализировать разработку, не нарушив прав ВУЗа.

Неопределенность правил игры со стороны государства – история с ОАО «РВК» является ярким примером того, что правила игры могут меняться «на полпути».

Недостаточное количество готовых к инвестированию малых инновационных предприятий, прошедших «предвенчурные стадии».

Нерешенный вопрос передачи интеллектуальной собственности от Государственных НИИ и ВУЗов малым инновационным предприятиям.

Ограничения (для региональных венчурных фондов) на сумму инвестирования в одно малое инновационное предприятие, обусловленные размером фонда и 15% инвестиций в одно предприятие.

Основным сдерживающим фактором является «демотивированность» собственников. Необходима их переориентация от конкурентной борьбы через инновационные успехи (американская модель) на конкурентную борьбу через административное влияние или на политику «невысовывания» (российская модель).

Не должно быть рычага влияния частных операторов рынка на ситуацию на рынке и на свою эффективность через чиновников, необходимо максимально сократить влияние государства (чиновников) на рынок, но это, как видно из опыта, нерешаемая в России задача.

Отсутствие платежеспособного спроса на стартапы со стороны крупного бизнеса (стратегов).

При преодолении этих проблем в отрасль деньги придут в достаточном количестве.

Структура российской экономики в настоящее время напоминает южнокорейскую модель, в которой присутствует небольшое количество «чоболей» – диверсифицированных финансово-промышленных корпораций, работающих в различных отраслях экономики и имеющих низкую прозрачность и высококонцентрированную долю собственности. Большинство таких «чоболей» специализируется на экспорте российских природных ресурсов (нефть, электричество в виде алюминиевых слябов, металлы, лес-кругляк и т.п.), а также на освоении бюджетных денежных потоков. В российских условиях на эту модель еще накладываются такие национальные особенности, как коррупция, лоббизм и пренебрежение к закону, выражающееся, в частности, в рейдерских захватах такими «чобоями» привлекательных компаний и активов.

Все это мешает диверсификации российской экономики, росту промышленного производства, увеличению доли переработки в российском экспорте, усилению конкурентоспособности российской промышленности, как внутри страны, так и за рубежом.

В России фактически нет среднего независимого бизнеса. Чтобы преодолеть колоссальный разрыв между ФПГ и мелкими российскими предприятиями, чтобы «вырастить» эти предприятия до уровня среднего бизнеса и вывести большинство из них из «черной»/«серой» зоны экономики в «белую», требуются со своим опытом венчурные инвесторы, которые могли бы инвестировать в малые предприятия, развивающие важные прорывные технологии или способствующие импортозамещению.

Сегодня формирование инновационной политики происходит в условиях проведения налоговых реформ. Соответственно можно сказать, что в системе правового регулирования налогообложения отсутствуют основополагающие положения, которые смогли бы дать необходимый импульс развитию инновационной деятельности путем формирования системы дополнительных налоговых льгот.

У инвесторов отсутствуют стимулы вкладывать средства в такой рискованный бизнес, как инновационный. Действующим законодательством не предусмотрено прямое стимулирование деятельности научно-производственных и инновационных организаций, а также стимулирование потребителей наукоемкой продукции, хотя именно они формируют на нее спрос. Необходимо отметить полное отсутствие налоговых льгот для реального сектора экономики, использующего объекты интеллектуальной собственности как результат инновационной деятельности.

При создании нормативной правовой базы, регулирующей инновационную деятельность и высокорисковое инвестирование, следует учитывать следующие принципы:

1. Формирование государственной политики в сфере налоговых льгот, предоставляемых субъектам инновационной и венчурной деятельности. Такими льготами могут являться:
 - отмена или изменение порядка расчета и уплаты НДС;
 - применение льготных ставок для уплаты налога на прибыль в течение срока, достаточного для полноценного развертывания проекта и вывода продукции на рынок;
 - изменение правил отнесения затрат на себестоимость продукции для указанной группы субъектов.
2. Действенная (а не декларативная) государственная политика в сфере недопущения необоснованных проверок предприятий со стороны государственных органов и должностных лиц:
 - установление увеличенной периодичности проведения проверок, сокращение перечня оснований для их проведения;
 - разработка и законодательное закрепление института юридической ответственности государственных служащих и должностных лиц за допущенные ими нарушения прав субъектов инновационной деятельности;
 - формирование реально действующих юридических механизмов взыскания убытков, понесенных субъектами предпринимательской деятельности от незаконной и непрофессиональной деятельности чиновников, государственных служащих, инспекторов, проверяющих и т.п., включая персональную имущественную ответственность.
3. Совершенствование корпоративного законодательства, увеличение правовых возможностей для защиты управленческой, финансовой и др. политики инновационной компании.

Отсутствие ясности в вопросах прав интеллектуальной собственности на технологическую разработку на ранней стадии – важнейший фактор, тормозящий развитие венчурного инвестирования. И это можно решить исключительно на федеральном уровне через принятие соответствующих законов.

Пример: студент, учащийся по прикладной специальности, под руководством преподавателей готовит разработку с использованием для исследований и опытов лабораторного оборудования ВУЗа. Кто будет владеть этой технологией? И как будет возможно привлечь к процессу частных инвесторов?

Является ли студент собственником? Или его преподаватели? Или лаборатория? А может ли каждый из них внести свой вклад в уставной капитал новой компании, которая потом сможет привлекать «посевной» капитал?

Пока ответы на эти вопросы потенциальным инвесторам не ясны, повышенный риск вложений в неапробированную технологию не позволит даже бизнес-ангелам решиться на инвестиции в проекты, в которых у них нет или не будет доли собственности.

Степень влияния венчурных инвестиций на поддержку российских малых инновационных компаний

Крайне высока, поскольку является институтом, обеспечивающим финансирование на этапе вывода нового продукта на рынок.

В российских условиях венчурный капитал несет системообразующую функцию, помогая сформировать цепочку коммерциализации разработки – начиная с обучения предпринимателей и заканчивая формированием истории успеха индустрии.

Очень высока – практически единственный реальный источник с существенными объемами инвестиций.

Важность венчурного инвестирования в развитии диверсифицированной инновационной экономики России сложно переоценить. Особенно сейчас, когда банки – традиционный источник финансовой подпитки для развития и расширения малого и среднего бизнеса – испытывают проблемы с ликвидностью.

К сожалению, в России в «венчурное инвестирование» идет явно недостаточно капитала. Многие успешные менеджеры фондов вырастают до управления все более и более крупными средствами, инвестиционный объем которых увеличился до 10, 20, 50 млн долл. При этом малые и средние инновационные фирмы, нуждающиеся в венчурном капитале, ищут существенно меньшие объемы вложений – от 100 тыс. до 5 млн долл. В нынешней российской ситуации существует очень мало фондов, готовых инвестировать столь незначительные средства, что практически лишает небольшие компании шансов на финансирование.

Уровень и качество инвестиционной поддержки проектов на «предвенчурной стадии»

За два последних года видна очевидная динамика – все больше обращений на инвестирование несут отпечаток участия профессионалов в подготовке материалов и в управлении проектами. Последнее наиболее очевидно в IT сфере.

Существующие программы государственной поддержки не оказывают должного влияния на объем выпуска в стране наукоемкой и инновационной продукции. Они поддерживают многочисленные российские «околовузовские» малые инновационные компании, которые живут «выбиванием» средств из грантов и написанием отчетов – такие «ученые-грантособиратели» не умеют работать на рынок. В основном, многие программы (или фонды, или центры) играют социальную роль «кормушки для умирающих» – чтобы не дать умереть до конца.

К сожалению, VC не оказывают на эту ситуацию никакого влияния, даже противятся ей. VC могут оказывать влияние на формирование рынка интеллектуальных идей и команд-коммерциализаторов, но по прошествии нескольких лет с начала размещения своих заявок на стартапы в среде, где они зарождаются – в «бульоне» околоинститутских спиноффов. В будущем это будет решающее влияние. В настоящем, VC как институт только начинают развиваться, и ждать заметного количественно эффекта еще рано. Это как выкопать только что посаженную картошку и съесть ее – потому что урожая ведь до сих пор нет...

Уровень и качество недостаточны, и это является одной из главных причин, сдерживающих рост числа малых инновационных предприятий и их развитие для последующего получения инвестирования от венчурных фондов и фондов прямых инвестиций. Грантов мало, они недостаточного объема и годятся только для поощрения авторов проектов. Ассоциации бизнес-ангелов созданы только в 5–6 регионах. Нет посевных фондов.

Большинство проектов, на базе которых могли бы быть созданы малые инновационные предприятия, находятся в фазе «seed» и даже «pre-seed». Необходимо создание посевных фондов (seed funds). Необходимо срочно решить вопрос использования и передачи интеллектуальной собственности.

Уровень и качество инвестиционной поддержки на «предвенчурной стадии» пока остаются низкими: это, в основном, средства ФСР МФП НТС и ФЦП Роснауки. Объем средств, предъявляемых для выполнения НИОКР со стороны государства, является недостаточным, и в него, как правило, не входят затраты на маркетинговые исследования, патентные исследования, сертификационные работы и обучение, связанное с коммерциализацией ОИС и управлением венчурными проектами. Частное партнерство в первую очередь заинтересовано только в получении дивидендов на вложенные средства, а не в получении качественных технологий или инновационных продуктов, соответствующих запросам рынка, который в ряде случаев необходимо еще и формировать.

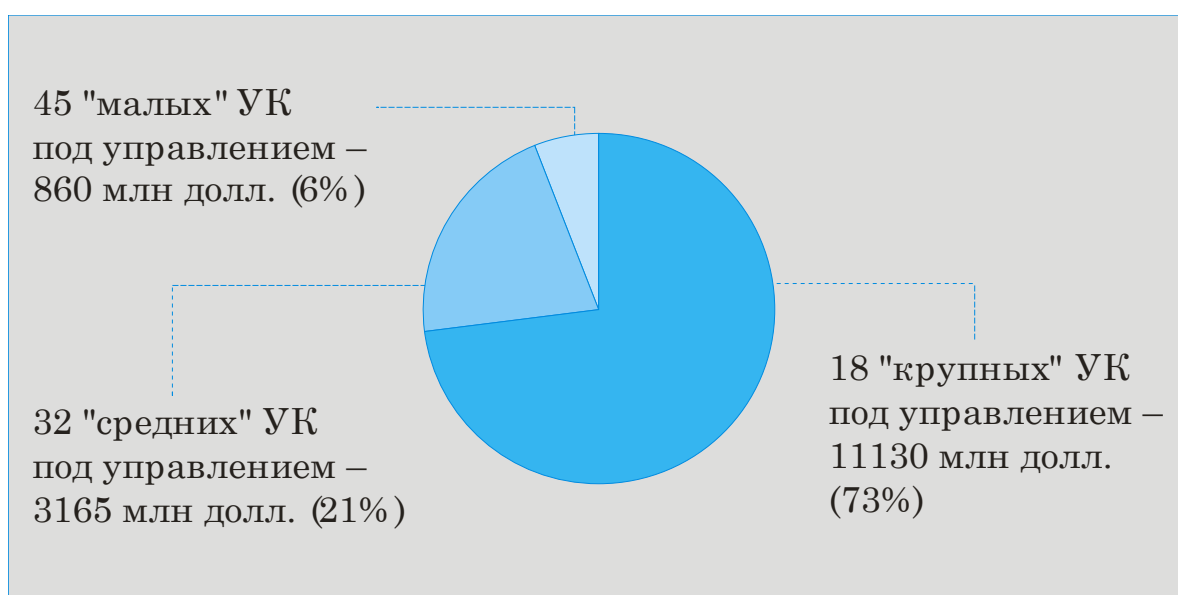
P.S.

Материал был подготовлен в течение марта по запросу двух министерств – Министерства образования и науки РФ и Министерства экономического развития РФ. К сожалению, сроки слишком малы, чтобы собрать мнения более 150 реципиентов, с которыми РАВИ работает в тесном контакте. Однако тенденции присланных мнений четко обозначены, основными из которых являются:

- Неуклонное соблюдение однажды установленных государством «правил игры» в течение длительного промежутка времени.
- Невмешательство государства во внутренние частные вопросы действующих и создаваемых фондов.

РАВИ с начала года приступила к подготовке Обзора рынка прямых и венчурных инвестиций за 2008 год, и работа еще не закончена, однако уже на основе собранных материалов можно предварительно дать картину фондов, работающих на российском рынке:

- Количество управляющих компаний – около 95
- Количество фондов – около 160
- Объем накопленной за 1994-2008 годы капитализации фондов - около 15,2 млрд долл. США
- Прирост капитализации фондов за 2008 год – около 4,9 млрд долл. США.



Распределение средств управляющих компаний по общей капитализации управляемых фондов, 2008 год