

# *Развитие венчурного финансирования в мире: обзор*

Владимир Валетко

Центр системного анализа и стратегических исследований НАНБ

Белорусский государственный технологический университет

[druvmail@yahoo.com](mailto:druvmail@yahoo.com)

Первая версия: 10 сентября 2004

Обновлено 25 декабря 2005

*Предварительный неполный вариант*

**РЕЗЮМЕ** На протяжении последних 50-ти лет значительное количество быстрорастущих высокотехнологичных фирм мира появились благодаря венчурному капиталу. В работе представлен обзор развития венчурного финансирования как важной частью национальных инновационных систем развитых стран.

## Содержание

1. Введение .....	3
2. Формы и процесс венчурного финансирования.....	4
3. Объемы венчурного финансирования и его экономическое значение .....	9
3. Провалы и успехи венчурного финансирования.....	15
4. Венчурное финансирование в Израиле.....	16
Приложение 1. Этапы взаимодействия венчурной фирмы (инвестора) и финансируемой фирмы.....	25
Приложение 2. Объем и динамика венчурных инвестиций в США по основным отраслям, млн. USD.....	28
Приложение 3. Микрокластеры Силиконовой долины.....	29

## 1. Введение

Термин «венчурный капитал» был впервые использован в 1939 году Жаном Виттером в его президентском обращении к Ассоциации инвестиционных банков Америки (Investment Bankers Association of America). С тех пор венчурный капитал развился в специализированную форму финансовой поддержки малых частных компаний, имеющих потенциал быстрого роста. За небольшими исключениями основной целью венчурного капиталиста является получение дохода на капитал в десять и более раз превышающий первоначальные инвестиции (как правило, менее чем за 7 лет). Наиболее точное определение венчурного капитала исключает выкуп контрольного пакета акций, займы и другие финансовые трансакции. Венчурный капиталист инвестирует в активы в форме обычных или привилегированных акций, конвертируемых долговых обязательств или других финансовых инструментов, которые можно обратить в обычные акции, когда малая фирма продается (через слияние или публичную эмиссию акций). В этот момент венчурный капиталист получает прибыль в форме доходов от прироста капитала (capital gains), образующихся в результате роста рыночной стоимости активов.

На протяжении последних 50-ти лет значительное количество быстрорастущих высокотехнологичных фирм в США появились благодаря венчурному капиталу. Среди них Amazon.com, America Online, Amgen, Apple Computer, Cisco Systems, Compaq, DEC, Federal Express, Genentech, Intel, Lotus, Netscape, Oracle, Seagate, Sun Microsystems, 3Com, Yahoo! и множество других. В результате зародились совершенно новые отрасли, такие как биотехнология, производство полупроводников, программ баз данных, миникомпьютеров, рабочих станций, услуги интернета и передачи данных. Наибольшая концентрация венчурного капитала наблюдается в США, Гонконге, Израиле, Лондоне, Тайване и Токио.

По мнению специалистов /9/, венчурный капитал стал важной частью национальных инновационных систем развитых стран (прежде всего США).

## 2. Формы и процесс венчурного финансирования

В Великобритании и в большинстве стран континентальной Европы термины венчурный капитал (venture capital) и частный капитал (private equity) описывают финансирование некотируемых на фондовой бирже компаний (unquoted companies) путём выпуска новых акций. В США, однако, под венчурным капиталом понимают (связанное с риском) предоставление капитала для молодого бизнеса, тогда как частный капитал в основном ассоциируется с финансированием выкупа (как правило, менеджерами и служащими) контрольного пакета акций компании за счёт кредита (leveraged management buy-outs and buy-ins). Тем не менее, даже Национальной ассоциацией венчурного капитала (США) термины употребляются как синонимы (выкуп акций часто является заключительной операцией процесса венчурного финансирования).

Согласно Национальной ассоциации венчурного капитала, **венчурный капитал** «это деньги, предоставляемые на профессиональной основе наряду с управлением молодым, быстрорастущим компаниям, которые имеют значительный экономический потенциал» /7/. Как указано далее, предоставлением венчурного капитала занимаются венчурные капиталисты, которые:

- Финансируют новые и быстрорастущие компании;
- Покупают ценные бумаги;
- Содействуют в разработке новой продукции и услуг;
- Участвуют в создании компанией добавленной стоимости;
- Принимают высокие риски в ожидании высокого вознаграждения;
- Имеют долгосрочные планы.

Организационные формы венчурного финансирования с течением времени изменялись. Наряду с независимыми частными фирмами, представляющими венчурный капитал, с начала 60-х годов финансовые организации, в особенности банки, путем создания инвестиционных корпораций малого бизнеса (small business investment corporations) стали важными участниками венчурного финансирования. С середины 60-х годов венчурные операции активно проводили промышленные корпорации. В венчурном финансировании участвовали фонды закрытого типа и семейные фонды. Отличия американской и европейской модели организации венчурного финансирования приведены в табл. 1.

Таблица 1.

## Национальная специфика организация венчурного финансирования

Страна	Вид инвесторов	Тип венчурных фирм
США	<p>Более 50% инвестиций в венчурный капитал поступает от публичных и частных <b>пенсионных фондов</b>. Остальное финансирование поступает от страховых компаний, банков, организаций, безвозмездных вложений, физических лиц («ангелов»).</p>	<p>Наиболее распространенным типом венчурных фирм являются <b>«независимые частные фирмы»</b> (private independent firms), неподконтрольные финансовым организациям. Венчурная фирма является главным партнером с неограниченной имущественной ответственностью (general partner), а инвесторы — партнерами с ограниченной имущественной ответственностью (limited partner).</p> <p>Венчурная фирма может быть <b>филиалом</b> (affiliate, subsidiary) коммерческого или инвестиционного банка, страховой компании. Существуют <b>дочерние</b> венчурные фирмы, подчиненные корпорациям — это так называемые <b>прямые инвесторы</b> (direct investors) или <b>корпоративные венчурные инвесторы</b> (corporate venture investors).</p> <p>Согласно закону от 1958 г. организуются подконтрольные правительству <b>инвестиционные корпорации малого бизнеса</b> (small business investment corporations).</p> <p>В 90-х гг. налоговый кодекс США позволяет формировать альтернативные формы организации венчурного бизнеса: товарищество или компания с ограниченной ответственностью (Limited Liability Partnership или Limited Liability Company). Однако ограниченное товарищество (Limited Partnership) по-прежнему доминирует.</p>
Англия и другие страны Европы	<p>Состав инвесторов тот же, однако пропорции значительно отличаются. В частности, в Англии</p>	<p>Как и в США, основной формой являются венчурные фирмы, большинство из которых независимые. Однако распространены и <b>дочерние</b> венчурные фирмы (captive venture capital firms), получающие капитал от материнской компании (обычно</p>

<p>большую роль играют <b>банки</b>, далее идут страховые компании и пенсионные фонды. Для <b>Израиля</b> характерно значительное использование государственных средств.</p>	<p>финансовой организации). Часть таких фирм, получающая финансирование от институциональных инвесторов, относится к <b>полудочерним</b> (semi-captives). Венчурные фонды, управляемые независимыми и полудочерними товариществами венчурного капитала с ограниченной ответственностью, являются основной организационной формой финансирования для институциональных инвесторов.</p>
--	---

Примечание. В развивающихся и переходных странах значимая часть финансирования венчурных фондов осуществляется Международной финансовой корпорацией (МФК).

С начала 80-х годов частные фирмы стали доминирующей формой венчурного финансирования. В частной фирме венчурный капиталист управляет фондами с ограниченной ответственностью (каждый из которых обозначается римской цифрой в возрастающем порядке). В этих фондах венчурный капиталист является главным партнером с неограниченной имущественной ответственностью (general partner), а инвесторы — партнерами с ограниченной имущественной ответственностью (limited partner). В качестве инвесторов могут выступать пенсионные фонды, организации, благотворительные фонды, корпорации, состоятельные физические лица, материнские компании и другие субъекты.

Участники венчурного финансирования отображены на рисунке 1.

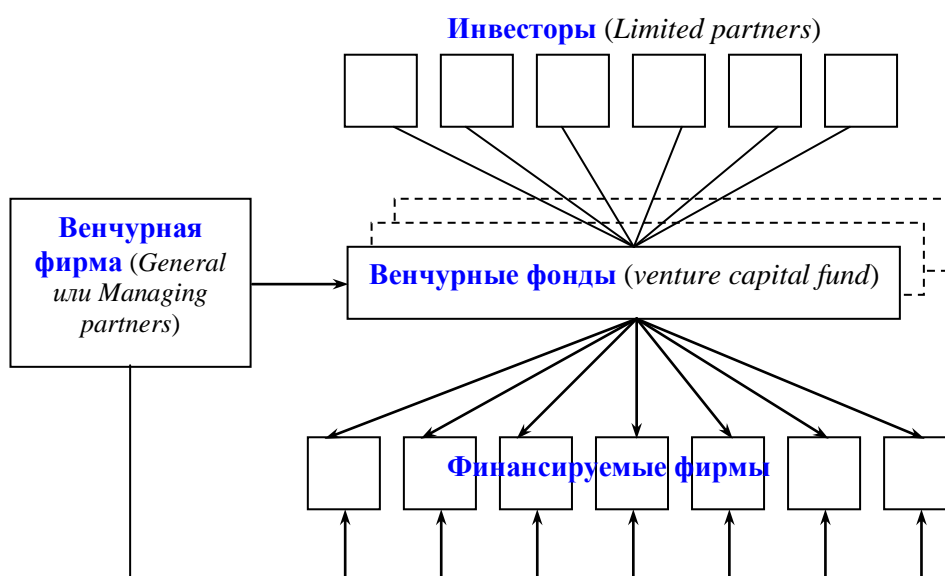


Рис. 1. Основные участники венчурного финансирования

Продолжительность существования отдельного фонда в составе венчурной фирмы обычно составляет от 7-ми до 10-ти лет. Как правило, в течение первых трех лет каждый из созданных фондов активно инвестирует, после чего начинается процесс возврата инвестиций. Основные финансовые и нефинансовые связи между участниками процесса венчурного финансирования отображены на рисунке 2.

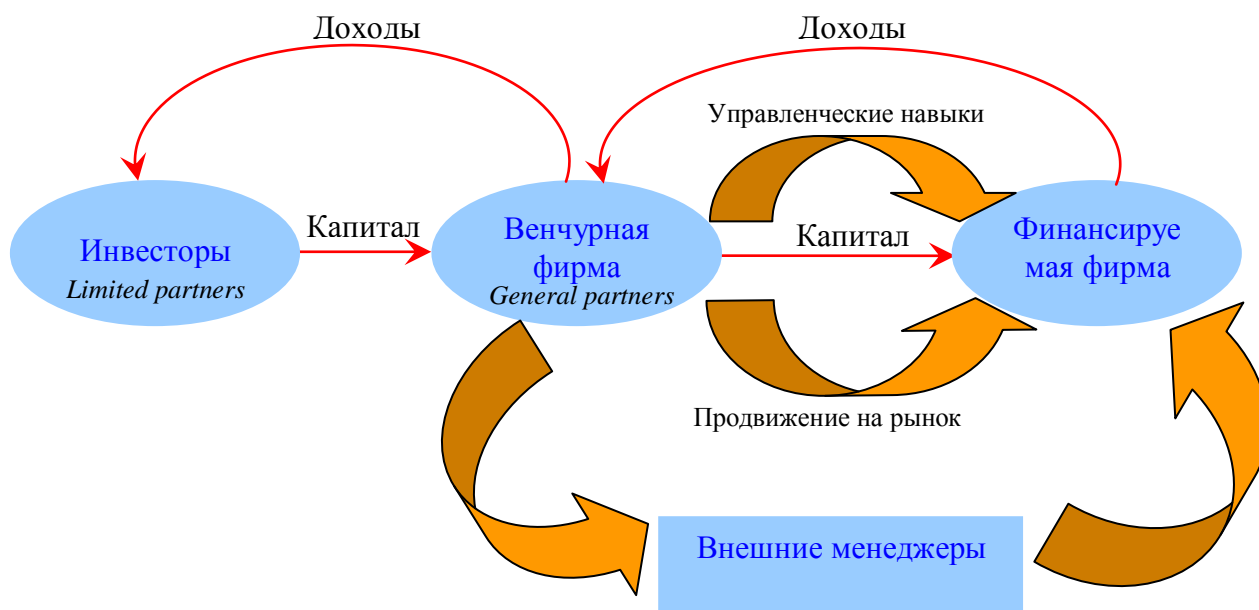


Рис. 2. Основные взаимосвязи между участниками венчурного финансирования

Рис. 2 иллюстрирует основную отличительную особенность венчурного финансирования: венчурные капиталисты (венчурные фирмы) являются не просто пассивными инвесторами, а принимают активное участие в управлении финансируемой фирмой с потенциалом роста, помогают в налаживании нужных связей, способствуют продвижению продукции на рынок и т.д.

Более подробно этапы взаимодействия венчурной и финансируемой фирмы описаны в Приложении 1.

Доходы от венчурной деятельности распределяются следующим образом:

1. **Венчурный капиталист (general partner)** получает два вида компенсаций. Первый состоит из платы за управление капиталом в размере 2-3% от объема вложений каждого инвестора (limited partner). Эти платежи покрывают затраты на управление венчурной фирмой и оплату труда ее сотрудников, включая венчурных капиталистов.

Второй вид доходов — это 20-30 % от суммы прироста рыночной стоимости активов, рассчитываемой как разница между стоимостью продажи активов и первоначальной суммой инвестиций, предоставленной инвестором.

2. **Инвестор** (limited partner) получает первоначальную сумму инвестиций и оставшуюся часть (70-80%) от полученного прироста рыночной стоимости активов финансируемой фирмы. Вложенные инвестиции могут возвращаться либо в виде пакета акций либо в виде наличных.

Основная цель частной венчурной фирмы — получить максимальную разницу между стоимостью продажи активов и первоначальной суммой инвестиций, предоставленной инвестором. Существует три основных стратегии вывода (Exits) венчурных инвестиций:

1. продажа пакета акций через первичный выпуск акций (initial public offering – IPO);
2. продажа фирмы в процессе слияния или поглощения;
3. банкротство.

Как показала практика, наибольшую выгоду всем сторонам приносит процесс слияния или поглощения финансируемой фирмы либо основателем (основателями) либо другой компанией.

Длительность венчурных инвестиций зависит от стадии, на которой в фирму был вложен венчурный капитал. Наиболее общепринятой является следующая классификация стадий венчурного финансирования, предложенная National Venture Capital Association (США):

- **Начальная стадия** (Seed/Start-Up Stage). На данной первоначальной стадии компания имеет концепцию или ведет разработку продукта. Как правило стадия длится до 1,5 года.
- **Ранняя стадия** (Early Stage). Компания имеет продукт или услугу в процессе тестирования или пилотного производства. В некоторых случаях продукция может быть коммерчески доступна, может приносить или не приносить выручку. Обычно стадия длится до 3 лет.
- **Стадия экспансии** (Expansion Stage). Продукт или услуга производится и коммерчески доступна. Компания демонстрирует значительный рост доходов, может приносить или не приносить прибыль. Обычно стадия длится более 3 лет.



- **Поздняя стадия (Later Stage).** Продукт или услуга широко доступны. Компания генерирует постоянный доход; возможен положительный поток наличных. Вероятно, но не обязательно прибыльна. Стадия может включать процесс отделения производственных подразделений и учреждение отдельной компании.

Как правило, первоначально предусматривается максимальный срок вложения венчурного капитала на протяжении 10 лет. Однако данный срок может быть как короче, так и длиннее, и зависит от состояния бизнеса, рыночной конъюнктуры, потребности инвесторов в ликвидной наличности, определенности перспектив отрасли и т.д.

Исследователи отмечают явное различие в объемах финансирования, которые приходятся на раннюю стадию венчурного финансирования в США и Европе. Например, если в США на протяжении 1995-2002 гг. на раннюю стадию финансирования приходилось в среднем 27-40% венчурного капитала, то в Великобритании — 15-33%, а по итогам 2002 г. на данную стадию в Англии пришлось всего 3% венчурных инвестиций /6/.

### **3. Объемы венчурного финансирования и его экономическое значение**

По предварительным оценкам мировое венчурное финансирование в 2004 г. возросло на 13% и приходилось в основном на США, Европу и Израиль /12/.

В течении 2004 г., согласно Global Fund Raising Review /10/ в мире были основаны 284 новых фондов частного капитала (Private Equity Fund) на сумму 136 млрд. долл. Динамика по сравнению с предыдущим годом значительна: число новых фондов возросло более чем на 50%, а стоимость созданных фондов почти в 2 раза выше (в 2003 г. был основан 181 фонд на сумму 69 млрд. долл.).

Из числа созданных фондов 116 являются непосредственно венчурными, сумма их активов превышает 30 млрд. долл. Причем новые фонды были созданы в основном компаниями США (24 млрд. долл.), тогда как в Европе не наблюдается роста венчурной активности.

Наибольшей по стоимости категорией созданных фондов являются фонды для выкупа (buy-out) – 70 новых фондов привлекли вложения в размере 68 млрд. долл. Северная Америка по-прежнему остается лидером в привлечении средств венчурных инвесторов: в 2004 г. там основано 196 фондов на сумму 102 млрд.долл. Значительно отстает Европа – основано 70 фондов на сумму 31

млрд.долл. (тем не менее, следует учесть, что фонды ряда фирм США, реализующих проекты в Европе, учитываются как Северо-американские) Остальными же странами мира создано 20 фондов на сумму, не превышающую 3 млрд.долл. /10/

### Созданные фонды частного капитала и их объем, 2004 г.

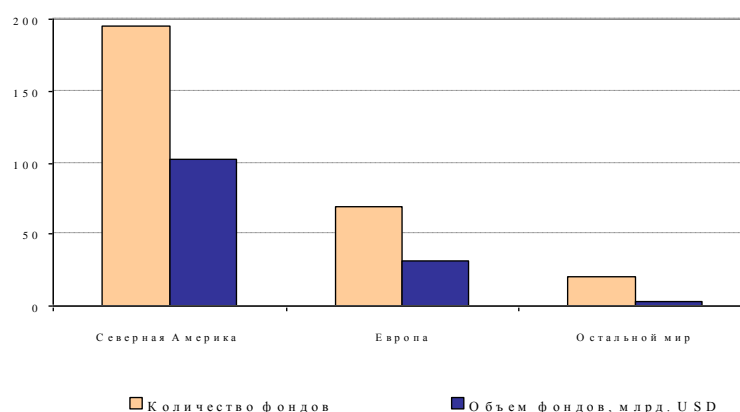


Рис. 3.

Источник: Global Fund Raising Review /10/.

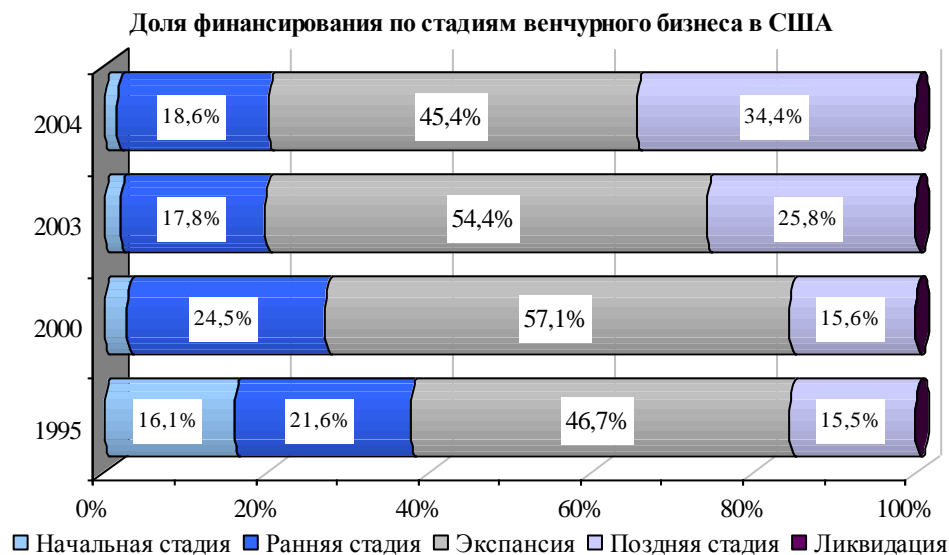
Сохраняются благоприятные прогнозы и на 2005 г. Например, по мнению Private Equity Intelligence Ltd., в 2005 г. в мире можно ожидать создание 350 фондов на сумму порядка 200 млрд.долл. /10/

### Венчурные инвестиции в США

Объем и динамика венчурных инвестиций в США в 2004 г. подтверждает имеющиеся ожидания (Приложение 2). В 2004 г. в США впервые с 2001 г. (когда темп роста венчурных инвестиций к предыдущему году составил всего 38,7%) венчурные инвестиции возросли с 18,9 до 20,9 млрд. USD (на 10,5%). Однако до пика венчурного финансирования, достигнутого США в 2000 г., когда было инвестировано 105,9 млрд. USD, еще далеко.

Как свидетельствует рис. 4, значительный удельный вес венчурного финансирования в США в 2004 г. пришелся на компании, находящиеся на поздней стадии развития (34,4%). Тем не менее, наблюдается и небольшой рост финансирования компаний на ранней стадии (с 17,8% до 18,6%), что

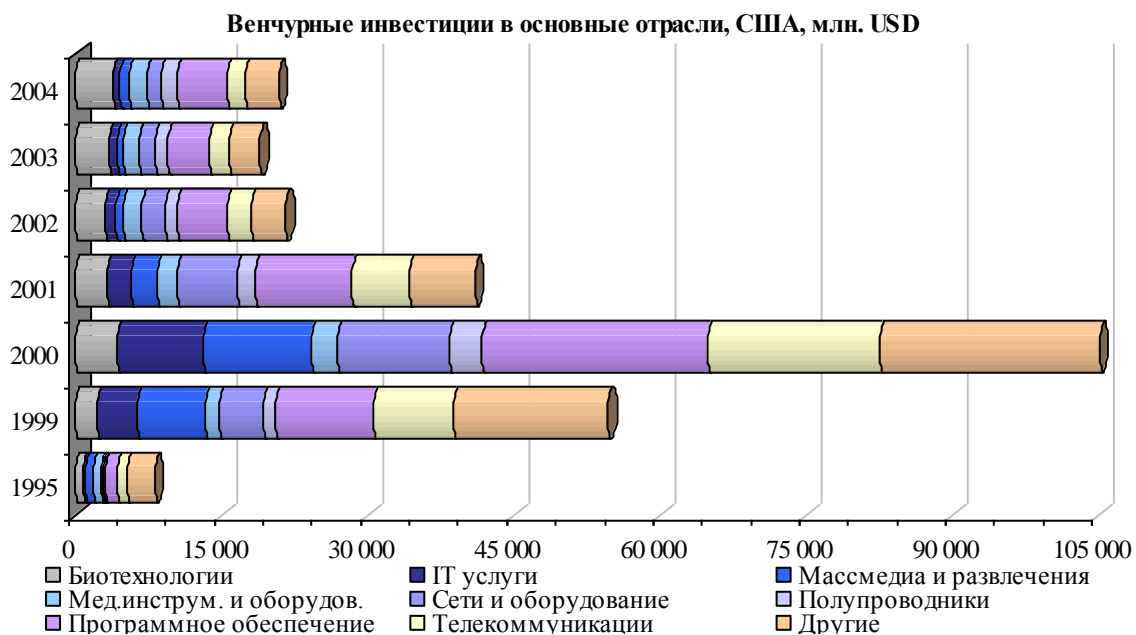
свидетельствует о постепенной стабилизации процесса венчурного финансирования, испытывающего спад с 2001 г.



**Рис. 4.**

Источник: *National Venture Capital Association I/1*.

Наиболее значительные по объему финансирования отрасли США представлены на рис. 5.



**Рис. 5.**

Источник: *National Venture Capital Association I/1*.

Как можно видеть, наиболее стабильно финансируемой отраслью является биотехнология.

На рис. 6 приведены средние темпы роста венчурных инвестиций по основным отраслям за 1996-2000 гг. и 2001-2004 гг.



Рис. 6.

Источник: *National Venture Capital Association* [7].

Как свидетельствуют данные рис. 6, на протяжении 2001-2004 гг. темпами выше среднего происходило венчурное финансирование таких отраслей как (по убыванию) биотехнология, мединструменты и оборудование, полупроводники и программное обеспечение. Тем не менее динамика финансирования еще не достигла уровня 1996-2000 гг.

### Венчурные инвестиции в Европе

Несмотря на отставание Европы от США, инвестиции в венчурный капитал в процентах к ВВП имеют тенденцию к росту. Практически все высокоразвитые страны Европы в 2003 г. значительно увеличили венчурные вложения. Например, инвестиции в венчурный капитал Великобритании увеличились с 0,18% ВВП до 0,87% (Рис. 7.).



**Рис. 7.**

Источник: Invest in Sweden: Venture Capital, ISA, Stockholm, October 2004 /11/.

Наряду с Великобританией значительный рост инвестиций в венчурный капитал наблюдался в таких странах как Швеция, Финляндия, Голландия.

В 2004 г. впервые с 2000 г. годовой объем венчурных инвестиций в Европе не уменьшился и сохранился на уровне 2003 г. – порядка 3,5 млрд. евро. Однако при сохранении объема инвестиций количество сделок по сравнению с 2003 г. уменьшилось примерно на 20% (1026 сделок в 2004 г.). Положительным моментом является также рост сделок по венчурным вложениям на ранней стадии развития финансируемых фирм: если в 2003 г. они составляли 28%, то по итогам 2004 г. уже 33%.

Существуют изменения и в отраслевой структуре венчурных инвестиций. Наиболее быстрорастущий сектор инвестирования в 2004 г. компании здравоохранения, инвестиции в которые выросли на 19% по сравнению с 2003 г. и составили 1,5 млрд. евро (42,9% всех венчурных инвестиций). Причем самые крупные сделки были осуществлены в четвертом квартале 2004 г. Крупнейшей сделкой являются инвестиции в размере 40 млн. евро в компанию Novexel (Франция), разрабатывающей средства против бактериальных инфекций.

В 2004 г. по сравнению с предыдущим годом на 12% снизились инвестиции в информационные технологии. В наибольшей степени снизилось финансирование компаний, занимающихся разработкой и производством полупроводников (по сравнению с 2003 г. венчурные инвестиции в эту отрасль снизились на 31%). Однако компании отрасли информационных технологий по-прежнему получают

почти половину всех инвестиций – 1,6 млрд. евро (45,7% объема венчурных инвестиций).

Кроме того, в 2004 г. в Европе возросло венчурное финансирование энергетических компаний (на 33,5 млн. евро).

### **Экономическое значение венчурного финансирования**

Измерение экономического значения венчурного капитала чрезвычайно затруднено. Во-первых, в сравнении с общей величиной капиталовложений венчурные инвестиции незначительны. По оценке специалистов PricewaterhouseCoopers в 2003 г. объем инвестирования из фондов частного и венчурного капитала составил примерно 0,48% мирового ВВП, что составляет примерно 1,5-2% от общего мирового объема инвестиций.

Существующие разнообразные оценки роли венчурного финансирования в основном делают акцент на его содействии созданию национального продукта и рабочих мест, а также разработке инноваций.

По оценкам *National Venture Capital Association* (США), фирмы США, в которые вложили средства венчурные капиталисты, способствовали созданию 4,3 млн. рабочих мест и 736 млрд. долл. доходов в 2000 г.

По оценкам Британской ассоциации венчурного капитала (1999 г.) компании, профинансированные венчурным капиталом, росли со скоростью 24% в год – в 3 раза превышающей темпы роста 100 лучших компаний страны, зарегистрированных на фондовой бирже (FTSE 100). Согласно оценке данной ассоциации, в компаниях, поддержанных венчурным капиталом трудится порядка 2 млн. британцев (10% рабочей силы).

В Израиле в 2000 г. высокотехнологические отрасли произвели порядка 25% ВВП страны.

Другой важный индикатор значимости венчурного капитала – воздействие на инновационный процесс. По оценкам американских исследователей, в течение 1982-1992 гг. венчурное финансирование содействовало созданию порядка 8% промышленных инноваций в США, а к концу 1998 г. доля венчурных инноваций должна возрасти до 14%. Согласно проведенным расчетам 1 доллар, затраченный на венчурное финансирование, с вероятностью в 3,1 раза большей приводит к появлению патента, чем доллар, затраченный на исследования и разработки (R&D).

### 3. Провалы и успехи венчурного финансирования

До Второй мировой войны источником рискового капитала было (а) государство, (б) спонсируемые государством институты, созданные для целей рискового инвестирования и (в) индивидуальные инвесторы (в современных условиях называемые «ангелами»).

Как вид деятельности венчурное финансирование (ВФ) сформировалось на Восточном побережье США (Нью-Йорк и Бостон) сразу же после Второй мировой войны. В течение 60 лет практика венчурного финансирования расширялась, что привело к формированию отдельной отрасли. К 1980-м фокус венчурного финансирования сдвинулся на Западное побережье США (Силиконовая долина — между Сан-Франциско и Сан-Хосе). Типичная современная венчурная фирма базируется в Силиконовой долине (Приложение 3), в основном инвестирует в электронику, а также био- и медтехнологии. Вне США наибольшая концентрация венчурного капитала наблюдается в Гонконге, Израиле, Лондоне, Тайване и Токио. /14/

Роль правительства США в развитии отрасли венчурного капитала как была, так и остается значительной, хотя, преимущественно, косвенной (благоприятные макроэкономические условия, налоговая политика, финансирование университетских исследовательских программ). Наиболее важным прямым вмешательством правительства США в развитие ВФ считается принятие Small Business Investment Act (1958 г.), разрешающий создание инвестиционных корпораций малого бизнеса (Small Business Investment Corporations — SBICs). SBICs, организованные физическими лицами получили возможность занимать деньги у федерального правительства по субсидированным процентным ставкам. В венчурный процесс активно включились банки, которые посредством создания SBICs могли обойти принятые еще в эру депрессии законы, запрещающие коммерческим банкам владеть более чем 5% активов промышленных фирм.

SBICs стали важными участниками венчурного финансирования, однако привели и к проблемам. Программа создания инвестиционных корпораций малого бизнеса была чрезвычайно бюрократизированной, и, по оценкам, 9 из 10 SBICs нарушали законодательство. /14, с. 6/ Тем не менее, ряд физических лиц, организовавших SBIC, были достаточно успешными, смогли вернуть деньги правительству, увеличить свой капитал и стать венчурными капиталистами, привлекая деньги институциональных инвесторов

В США создавались и публичные фирмы венчурного финансирования, однако почти все они обанкротились. Одним исключением была American Research and Development Company (ARD) основанная в 1946 г. и приносившая ощутимые, но не баснословные доходы. Однако и эта компания обанкротилась в 1976 г. Такая же тенденция характерны и для других стран. Например, практически все инкубаторы, организованные правительством Великобритании, потерпели неудачу.

Наиболее ярким исключением является успешный опыт прямой государственной поддержки роста венчурного финансирования в Израиле.

#### 4. Венчурное финансирование в Израиле

Израиль экспортировал практику ВФ Силиконовой долины, которая хорошо вписалась в условия, созданные правительством страны:

- минимальная коррупция,
- значительные инвестиции в исследования и разработку военной электроники
- превосходная система образования.

Кроме того, значительным условием успеха Израиля явились тесные контакты с израильтянами и представителями еврейской диаспоры, работающими в высоко-технологических отраслях США. Например, известный венчурный капиталист США Фред Адлер начал инвестировать в израильские компании, находящиеся на ранней стадии, еще в начале 70-х. В 1985 г. с его участием в Израиле был создан первый венчурный фонд.

Однако создание полноценной отрасли ВФ произошло лишь в начале 90-х гг., когда практически в один год (1992-1993 гг.) были запущены несколько государственных программ (табл.).

Таблица

#### Программы научно-технической политики Израиля в 90-х гг.

Название	Год основания	Объем финансирования	Характеристика
Inbal	1992	-	Государственная страховая компания, дающая гарантию возврата 70%



			стоимости венчурных фондов. В рамках Inbal было основано 4 венчурных фонда.
<b>Yozma</b>	1993	100 млн. USD	Государственная венчурная компания, инвестировавшая по 8 млн. USD в 10 фондов, которые обязаны были привлечь еще по 12 млн. USD. Оставшиеся 20 млн. USD пошли на финансирование высокотехнологичных фирм на ранних стадиях развития.
<b>Magnet Program</b>	1992	60-70 млн. USD ежегодно	Государственная программа по поддержке горизонтальных совместных R&D, в которые вовлечены 2 или более фирм и как минимум один университет. Программа широко признана как эффективная.
<b>Technological Incubators' Program</b>	1992	20-30 млн. USD ежегодно	Государственная программа по поддержке предпринимателей на ранней стадии проекта (Seed Phase) в течение 3-х лет в инкубаторах, которые находятся в частной собственности и управлении. И инкубаторы и поддержанные проекты получают госфинансирование.

Источник: Avnimelech, G., Teubal, M. (2002) Venture Capital-Start Up Co-evolution and the Emergence of Israel's New High Tech Cluster Paper presented at the DRUID Summer Conference on "Industrial Dynamics of the New and Old Economy - who is embracing whom?" Copenhagen/Elsinore 6-8 June 2002, p.14

Наибольшее непосредственное влияние на развитие отрасли ВФ оказала программа Yozma. Уже в 2000 г. отрасль венчурного капитала инвестировала свыше 3 млрд. USD в компании Израиля. Основные характеристики программы Yozma приведены в табл.

Таблица

### Основные характеристики программы Yozma

Финансирование венчурных фондов (преимущественно типа товарищества с ограниченной ответственностью — LP type) и прямые инвестиции в новый бизнес
--

(Startup companies)
Фокус на инвестициях в израильские высокотехнологические фирмы на ранней стадии развития (Early Phase)
Целевой уровень привлечения капитала 250 млн. USD (доля правительства — 100 млн. USD). Этот объем финансирования стал «критической массой» для развития отрасли венчурного финансирования
Основание 10 частных израильских венчурных фондов (VC Funds), каждым из которых управляет локальная компания (local management company) с участием Признанного зарубежного финансового института (Reputable Foreign Financial Institution)
Участие государства в каждом венчурном фонде — 8 млн. USD (до 40% капитала фонда)
Право в течение 5 лет выкупить долю правительства в фондах
Запланированная «приватизация» программы. Приватизация завершена в 1998 г. Yozma стала каталитической программой (Catalytic Program)
Программа Yozma инициировала глубокий и энергичный процесс коллективного обучения
Структура программы Yozma привлекла профессиональных венчурных агентов (VC agents)

Источник: Avnimelech, G., Teubal, M. (2003) Evolutionary Venture Capital Policies: Insights from a Product Life Cycle Analysis of Israel's Venture Capital Industry, p.14.

<http://www.eco.unipmn.it/eventi/eadi/papers/avnimelechteubal.pdf>

Таблица

**Характеристика израильского высокотехнологического кластера:  
роль венчурного капитала**

	1980	1990	2000
Количество новых компаний (Startup companies)	~150	~300	~3000
Количество венчурных компаний	0	2	~100
Венчурные фонды, мобилизованные венчурными компаниями, млн. USD	0	~49	3400
Капитал, инвестированный венчурными компаниями, млн. USD	0	~45	1270
Совокупное число продаж высокотехнологичных фирм через первичный выпуск акций (initial public offering – IPO)	1	9	~130
Совокупное число продаж высокотехнологичных	1	3	~70

фирм, профинансированных венчурными компаниями, через первичный выпуск акций (initial public offering – IPO)			
Доля зарубежных инвестиций в общем финансировании новых компаний (Startup companies)	...	...	67%
Доля экспорта информационных технологий в общем промышленном экспорте	~20%	~33%	45,7%
Слияния и поглощения, млрд. USD	...	...	~10

Источник: Avnimelech, G., Teubal, M. (2002) Venture Capital-Start Up Co-evolution and the Emergence of Israel's New High Tech Cluster Paper presented at the DRUID Summer Conference on "Industrial Dynamics of the New and Old Economy - who is embracing whom?" Copenhagen/Elsinore 6-8 June 2002, p.12.

Венчурный капитал сыграл важную роль в развитии промышленности информационных технологий Израиля, которая динамично растет с 1990 г. параллельно росту венчурного финансирования (табл.):

Таблица

#### Результативность промышленности информационных технологий (ИТ) Израиля

Год	Объем продаж, млрд. USD	Экспорт, млрд. USD	Занятость, тыс. чел.	Продажи на 1 занятого, тыс. USD
1990	3,270	2,200	32,400	101
1991	3,618	2,283	33,000	109
1992	3,996	2,660	34,000	117
1993	4,610	3,200	36,500	126
1994	5,200	3,750	38,000	137
1995	5,890	4,300	40,000	147
1996	6,500	4,880	42,000	155
1997	7,200	5,700	43,000	166
1998	8,030	6,550	44,700	180
1999	8,580	7,130	45,800	187
2000	12,500	11,000	53,800	232

Source: Israel Association of Electronic and Information Industries, p.13.

Как свидетельствуют данные табл., за десятилетие продажи высокотехнологичной ИТ продукции выросли в 4 раза. Доля этих отраслей в общей

занятости выросла с 14% в 1980 г. до 19,5% в 1998 г. — практически самый высокий показатель для стран OECD. Доля информационных технологий в экспорте выросла еще больше — достигла 45% в 1999 г.

Сходная картина и в отношении сектора информационных и коммуникационных технологий (ИКТ) в определении OECD. В 1997 г. доля данного сектора в деловом секторе Израиля (13,3%) почти в 2 раза превышала уровень стран OECD (7,7%).

Отрасль ВФ в Израиле после спада в 2001-2003 гг. продолжает динамично развиваться.

Так, на протяжении 2004 г. венчурные компании Израиля вложили 560 млн. USD венчурных инвестиций, что на 61% больше, чем в 2003 г. (Рис. 8)



**Рис. 8.**

Источник: Рассчитано по: The Kesselman & Kesselman PricewaterhouseCoopers Money TreeTM Survey, [http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli\\_MT\\_Report.pdf](http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli_MT_Report.pdf)

Следует отметить, что государственные программы позволили сформировать стабильные внутренние источники венчурного финансирования. Так, если в США венчурные инвестиции в 2004 г. составили лишь порядка 20% от инвестиций 2000 г., то в Израиле внутренние венчурные инвестиции составили 53% от уровня 2000 г.

В то же время, и зарубежные венчурные инвестиции в Израиле (в основном из США) растут быстрее, чем на американском рынке (см. рис. 9). Так, зарубежные

венчурные инвестиции в Израиль выросли в 2004 по отношению к 2003 г. на 57,3%, тогда как прирост венчурного финансирования в США составил 10,5%.

### Зарубежные и внутренние венчурные инвестиции в Израиле

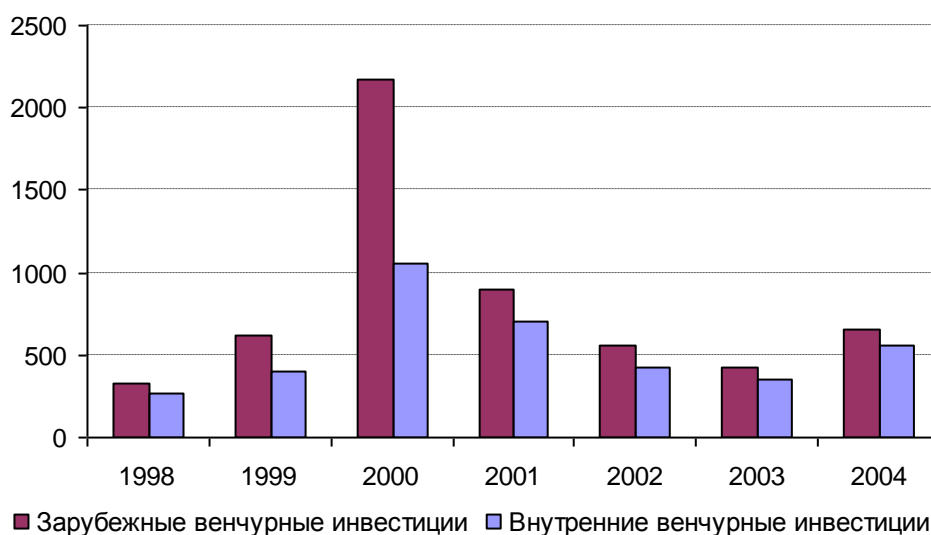


Рис. 9.

Источник: Рассчитано по: The Kesselman & Kesselman PricewaterhouseCoopers Money TreeTM Survey, [http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli\\_MT\\_Report.pdf](http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli_MT_Report.pdf)

Хотя рынок венчурного финансирования Израиля по итогам 2004 г. составил всего 5,8% от рынка США, налицо пример эффективной конкуренции в сфере высоких технологий со стороны малой экономики — в 2003 г. объем венчурных инвестиций в Израиле составлял 4,1% от объема США.

Следует также отметить, что с 2001 г. доля внутренних венчурных инвестиций в Израиле составляла 43-46% (рис. 10). К тому же израильские венчурные фонды расширяют финансирование перспективных компаний за рубежом — в 2004 г. зарубежные сделки составили 17% от их общего количества.

## Венчурные инвестиции в Израиле: доля внутренних венчурных компаний

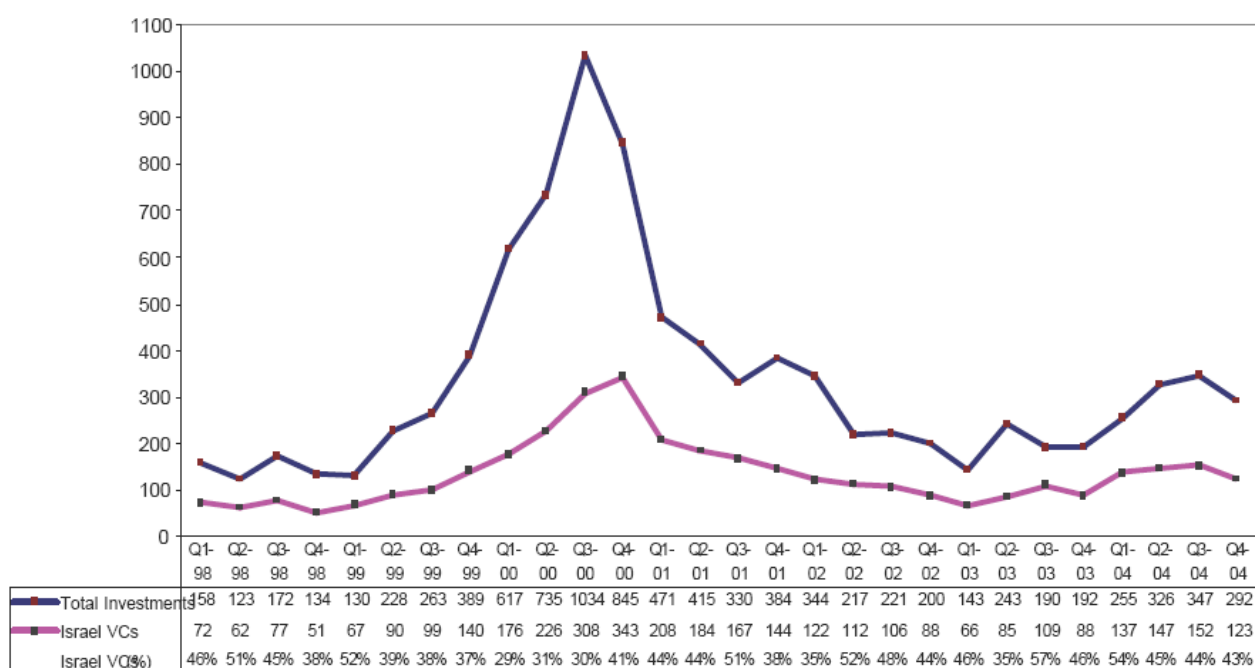


Рис. 10.

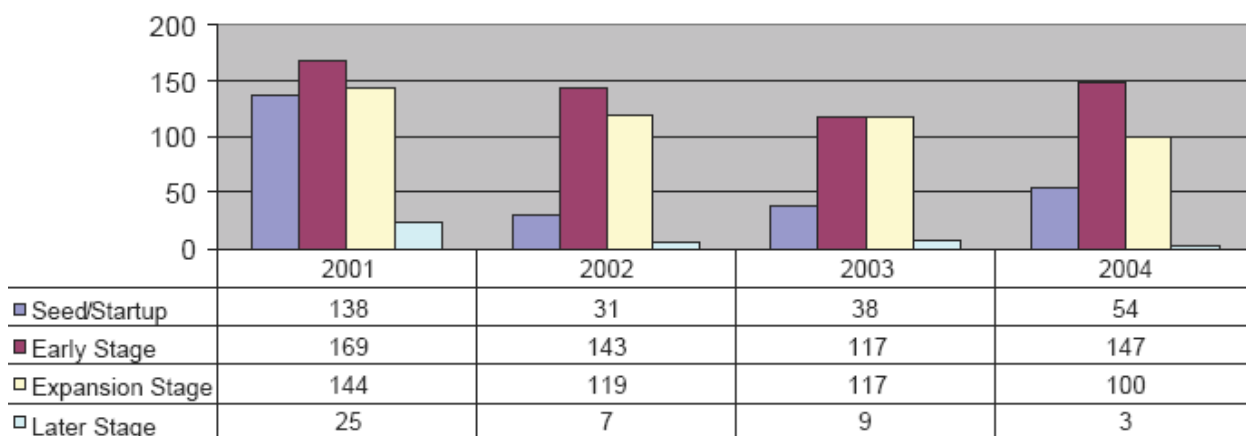
Источник: The Kesselman & Kesselman PricewaterhouseCoopers Money Tree™ Survey,

[http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli\\_MT\\_Report.pdf](http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli_MT_Report.pdf)

В четвертом квартале 2004 г. лидером по привлечению ВФ в Израиле стали компании сектора охраны здоровья (Life Sciences) — в них вложено 45% венчурных средств (в том числе в биотехнологию — 14%, в медицинские инструменты — 31%). Другими основными отраслями остаются коммуникации и сети — 23% (43% в предыдущем квартале 2004 г.), программное обеспечение — 17% и полупроводники — 6%.

Одной из особенностей ВФ в Израиле является значительный удельный вес венчурного капитала, приходящийся на начальную (*Seed/start-up stage*) и раннюю (*Early stage*) стадии развития перспективных компаний (рис.11).

**Количество инвестиционных сделок по стадиям развития финансируемых компаний в Израиле**



**Рис. 11.**

Источник: The Kesselman & Kesselman PricewaterhouseCoopers Money Tree™ Survey,  
[http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli\\_MT\\_Report.pdf](http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/04Q4Israeli_MT_Report.pdf)

В 2004 г. на начальной стадии были профинансированы 54 сделки (рост на 30% по сравнению с 2003 г.) на сумму 121 млн. USD. На ранней стадии было профинансировано 147 инвестиционных сделок на сумму 527 млн. USD (рост на 88% к предыдущему году).

## Литература

1. Gompers, P, Lerner, J 1999 *The Venture-Capital Cycle*. Cambridge, The MIT Press.
2. Venture Economics 1999 *1999 National Venture Capital Association Yearbook*. Washington, DC: National Venture Capital Association.
3. Recklies D., Recklies O. The Venture Capital Industry Analysis and Future Developments, March 2000, p. 3.
4. Babcock-Lumish, T. L. Beyond the TMT bubble: patterns of innovation investment in the US and the UK, WPG 04-14.
5. Seppä, T. J. (2003) *Essays on the Valuation and Syndication of Venture Capital Investments*, Dissertation, Helsinki University of Technology. 189 pp.
6. Thomson (2003): *Venture Economics*, Thomson Financial Venture Economics.
7. *The Venture Capital Industry—An Overview. 2004 National Venture Capital Association Yearbook*. Washington, DC: National Venture Capital Association.
8. PricewaterhouseCoopers/Thomson Venture Economics/National Venture Capital Association MoneyTree™ Survey 2005.
9. Kenney, M. (2001) *Venture Capital*, in *International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences*, N.J. Smelser and P.B. Baltes, eds., Elsevier Science Limited, Oxford. pp. 16658-16661.
10. *Global Fund Raising Review (2005)*. Private Equity Intelligence Ltd.
11. *Invest in Sweden: Venture Capital*, ISA, Stockholm, October 2004 [http://www.isa.se/upload/english/Publications/ISA\\_VentureCapital2004.pdf](http://www.isa.se/upload/english/Publications/ISA_VentureCapital2004.pdf)
12. *Venture-Capital Activity Focused On Rebuilding In 2004*, *VentureOne and Ernst & Young LLP. 2004*.
13. *European Venture-Capital Investment Holds Steady In 2004* *VentureOne and Ernst & Young LLP. Feb. 11, 2005*.
14. Kenney, M., Han, K. (2002) *The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan*, Paper presented at the International Conference on *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*, Brussels, November 7-8, 2002.



## Приложение 1. Этапы взаимодействия венчурной фирмы (инвестора) и финансируемой фирмы

Венчурный инвестор оценивает компанию, исходя из следующих требований:

I. Контроль над компанией. Вследствие необеспеченности инвестиций залогом (как правило), инвестор старается приобрести блокирующий пакет акций либо контрольный пакет, что равносильно покупке всех акций и что крайне опасно для основателей компании из-за утраты контроля и трудностей в реализации своего пакета.

II. Перспективность бизнеса. Приемлемым для переходных стран уровнем доходности инвестиций является 40-60% годовых в валюте. В связи с этим инвесторы отдают предпочтение быстрорастущим и динамично развивающимся компаниям. Помимо роста фирмы инвесторы оценивают перспективность и технологичность отрасли, в которой работает, а также уникальность производимой ею продукции. Приветствуется наличие у компании зарегистрированных ноу-хау, другие конкурентные преимущества, например, выгодное расположение, доступ к рынкам сырья.

III. Состав акционеров.

IV. Прозрачность фирмы и профессионализм менеджмента.

V. Условия выхода из бизнеса. Зачастую при невозможности продать неконтрольный пакет инвестора, другие акционеры должны также продать свои акции согласно договору, чтобы покупатель получил контрольный пакет, более ликвидный.

При совпадении всех требований венчурной фирмы и объективных условий либо после некоторых изменений (например, после увольнения непрофессионального менеджмента) идет совместная работа с инвестором, которую можно разделить на четыре этапа:

Название	Содержание этапа
1) Знакомство с компанией (Deal Flow)	На этом этапе необходимо представить инвестору краткое резюме бизнес-плана, и если оно его заинтересует, то и бизнес-план развития предприятия, где должны быть четко описаны

	<p>история компании, предпосылки ее развития, перспективы рынка, производственная программа и денежные потоки проекта. Крупные компании составляют не только бизнес-план, но и инвестиционный меморандум - документ, в котором содержатся сведения о структуре акционерного капитала, составе акционеров, дочерних предприятиях и информация о сторонах, заинтересованных в проекте, а также желаемая структура сделки (то есть процент акций, которые выкупает акционер). Стоит отметить, что в отдельных случаях инвесторы готовы рассматривать не развернутые бизнес-планы, а лишь бизнес-идеи, не подкрепленные конкретными исследованиями и действиями.</p>
<p>2) Изучение бизнеса (Due diligence)</p>	<p>Этот этап длительный, до полутора лет и включает всестороннюю оценку компании: исследование рынка, юридическую экспертизу заключенных договоров и учредительных документов. Этап завершается положительно только тогда, когда компания удовлетворяет всем требованиям инвестора. Представители инвестора выезжают в компанию, встречаются не только с ведущими сотрудниками, но и с менеджментом среднего звена, бухгалтеры проверяют ведение учета. Чтобы получить независимое мнение о компании, инвестор приглашает экспертов. Кроме этого, проверяется информация о собственниках компании. Средства не вкладываются до тех пор, пока инвестор не убедится, что в компании нет подозрительных субсидий, каких-либо дочерних фирм, через которые можно вывести активы. Итогом изучения бизнеса становится инвестиционный меморандум, который составляет инвестор. Документ рассматривается на инвестиционном комитете компании-инвестора, который выносит решение о вложении денег или отказе от финансирования проекта.</p>

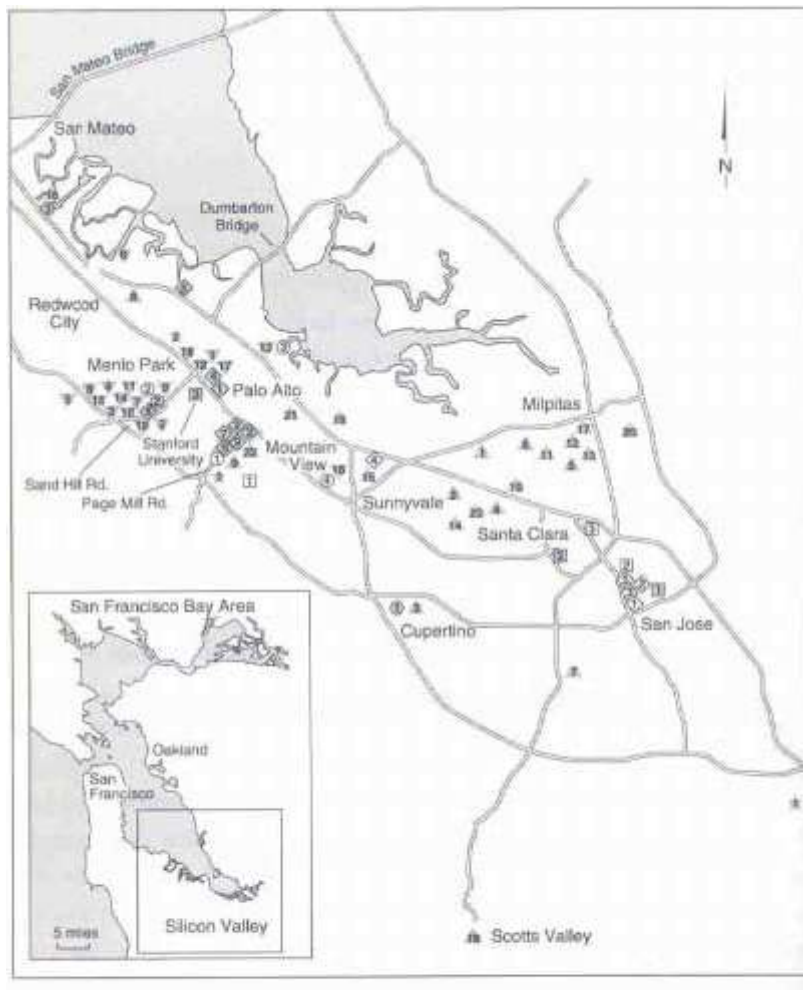
<p>3) Совместное управление компанией (Hands on)</p>	<p>Для управления компанией в совет директоров вводится представитель инвестора. Как правило, он имеет право наложить вето на принятие стратегических решений (продажу активов, слияние, заключение крупных сделок). Кроме того, инвесторы помогают развивать производственный и финансовый менеджмент, стремятся повысить привлекательность продукции компании (проводят сертификацию продукции по международным стандартам), расширить рынки сбыта (находят пути реализации продукции в другие регионы или даже государства). В силу того, что большинство западных прямых инвесторов действуют от имени организаций государственного уровня, они могут привнести в работу компании "невещественный капитал" в виде деловых связей или лобби в государственных органах.</p>
<p>4) Выход инвестора из проекта (Exit of capital)</p>	<p>После окончания запланированного срока сотрудничества инвестор имеет право продать акции на оговоренных условиях. Для этого проводится независимая оценка компании и готовится пакет документов, с которым должны ознакомиться потенциальные покупатели. Как правило, если проект был успешным, инвестор не торопится выходить из бизнеса и ищет покупателя, который предлагает максимально выгодные условия. Чаще всего им становится либо стратегический инвестор - компания, заинтересованная в оперативном управлении бизнесом с целью увеличения собственной доли рынка или выхода на новые, либо акционеры самого предприятия, которые хотят продолжить ведение собственного бизнеса.</p>

**Приложение 2. Объем и динамика венчурных инвестиций в США по основным отраслям, млн. USD**

Отрасль	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Биотехнологии	832	1 205	1 468	1 556	2 183	4 279	3 254	3 087	3 533	3 827
IT услуги	182	460	628	1 120	4 119	8 818	2 512	1 110	731	768
Массмедиа и развлечения	895	1 081	995	1 857	7 018	11 169	2 648	780	687	891
Мед.инструм. и оборудов.	698	675	983	1 197	1 433	2 582	2 042	1 862	1 569	1 818
Сети и оборудование	334	627	983	1 507	4 459	11 549	6 121	2 438	1 702	1 558
Полупроводники	202	235	513	608	1 240	3 346	1 920	1 257	1 330	1 631
Программное обеспечение	1 163	2 308	3 383	4 532	10 068	23 171	9 931	5 020	4 265	5 053
Телекоммуникации	1 010	1 302	1 621	2 912	8 210	17 608	5 857	2 534	1 911	1 855
Другие	2 841	3 622	4 333	6 057	15 875	23 369	6 730	3 492	3 219	3 542
Всего	8 156	11 513	14 907	21 347	54 604	105 892	41 015	21 580	18 946	20 941
Темп роста общего объема венчурных инвестиций, %	-	141,2	129,5	143,2	255,8	193,9	38,7	52,6	87,8	110,5

Источник: PricewaterhouseCoopers/Thomson Venture Economics/National Venture Capital Association MoneyTree™ Survey 2005

### Приложение 3. Микрокластеры Силиконовой долины



- ▲ Technology Companies
- Consultants
- Universities
- ◆ Law Firms, Accounting Firms
- ▼ Venture Capital Firms
- ★ Research

Source: Lee, Chong Moon; Miller, William F.; Hancock, Marguerite Gong; Rowen, Henry S. 2000. *The Silicon Valley Edge: A Habitat for Innovation and Entrepreneurship*