**Инвестиции в инновационный процесс**

К.А.Вартаньян, А.И.Петров, И.Б.Шаповалова, Ю.А.Юкин, А.Э.Янчевский

Международная школа менеджмента Лэти-Лованиум

**1. Основные источники финансирования компании**

Возможность для компании привлечь финансирование является критической составляющей процесса коммерциализации результатов исследований и опытно-конструкторской деятельности.

Целью любого инвестора является получение дохода от инвестиций. Такие инвестиции могут быть осуществлены через финансирование компании, реализуемое несколькими способами.

В зависимости от типа инвестора и условий финансирования способы привлечения капитала для компании могут быть разделены на:

Необходимо рассмотреть эту схему более детально.

**1.1 Кредиты**

Исторически кредиты, выдаваемые банками, кредитными и финансовыми учреждениями, являются наиболее важным источником для финансирования растущих отраслей промышленности во многих странах, особенно на ранних стадиях развития компаний. В западной экономике банковская ставка процента выглядит более низкой в сравнении с требуемой отдачей от инвестиций для венчурного капиталиста (IRR - внутренняя норма рентабельности), но это мнение игнорирует скрытые издержки банковского финансирования:

- циклический характер банковского кредита;

- требования к обеспечению долга;

- отсутствие стратегического участия в управлении;

- давление, оказываемое в трудные для компании времена;

- необходимость ежегодных выплат независимо от цикличности потоков денежных средств

- и т.д.

Все эти барьеры могут быть преодолены с помощью использования долевого участия капитала, по крайней мере, для финансирования становления компании. Учитывая различные цели инвесторов, можно отметить, что банки, например, могут являться прекрасным партнером для промышленности на стадии выкупа собственности, когда они способны обеспечить компанию привилегированным займом с низким риском и низкой доходностью, в то время как венчурный капиталист берет на себя более рискованные и низко ликвидные доли собственности.

Также должна быть отмечена возможность лизинга для компании. При этом типе финансирования участие инвестора в собственности и в управлении отсутствует. Сроки варьируются от нескольких месяцев до нескольких лет и оборудование, полученное компанией по договору лизинга, является обеспечением. Возврат средств осуществляется в виде процентных и частичных выплат основной суммы.

**1.2. Изменение собственного капитала компании**

Говоря о сложившихся традициях рискового финансирования на Западе, необходимо отметить, что венчурный капитал является специфическим типом финансирования, осуществляемого профессиональными фирмами, которые инвестируют и участвуют в управлении молодыми компаниями, акции которых не котируются на фондовом рынке. Венчурные инвестиции подразумевают длительные временные рамки, элемент риска и партнерство с руководством, а также доход в виде роста стоимости доли в акционерном капитале, а не в виде дивидендов.

Венчурные капиталисты осуществляют высоко рисковые инвестиции в малые технологические фирмы, которые часто отвергаются иными инвесторами, такими как большие компании или традиционные финансовые институты. Помимо финансирования венчурные капиталисты вносят в компанию опыт в данной области, личные связи и, участвуя в управлении, дополнительно содействуют росту стоимости компании. В отличие от кредитования, венчурные инвестиции не требуют залога (обеспечения). В попытке снизить рискованность вложений, венчурные капиталисты диверсифицируют портфель проектов. Приблизительный портфель американского венчурного капиталиста представлен на схеме[1]:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Стадия рискового вложения | Структура портфеля | Требуемая отдача от инвестиций |
| Зародышевая или стартовая | 10% | 60% годовых или более |
| Ранняя стадия | 20% | свыше 50% годовых |
| Развитие и расширение годовых | 40% | от 35% до 40% |
| Слияния и выкупы | 30% | свыше 30% годовых |

Необходимо отметить, что высокий доход на ранних стадиях сопряжен с высоким риском, т.е. неопределенностью в получении именно этой ставки дохода. Доходность и рискованность уменьшаются при движении по стадиям жизненного цикла проекта. Доходность ТАКЖЕ меняется в зависимости от типа промышленности. Это может быть проиллюстрировано с помощью диаграмм 1, 2.

**1.3. Целевые (прямые) инвестиции**

Целевые инвестиции представляют собой стратегическое участие в собственности компании с целью получения дохода и прав на участие в управлении (контрольный пакет акций). В подобного рода деятельности могут быть заинтересованы как инвестиционные фонды, так и отдельные стратегические партнеры. Целью таких вложений является обычно выход на новые рынки и получение контроля над сетью сбыта, ценами в данной отрасли промышленности, объемах производства, поставками сырья и оборудования. Часто стратегические партнеры заинтересованы в получении контроля над руководством компании.

Помимо инвестиционных фондов, крупные компании также могут представлять источник этого типа капитала. Причина для прямых инвестиций в малые не котируемые на фондовой бирже фирмы обычно стратегическая. Такие инвестиции дают возможность крупной компании получить доступ к новым технологиям, а также является экономической формой содержания исследовательского отдела на балансе фирмы с большей эффективностью. Преимуществом для малой компании в этом альянсе является как доступ к финансовым ресурсам крупной организации, так и использование иных ресурсов (маркетинговых или сбытовых). Крупная компания может оказывать техническую поддержку инвестируемой фирме за счет опытного технического персонала, что не могут обеспечить фонды.

**1.4. Государственная поддержка**

Этот вид поддержки часто имеет смешанные цели, ориентированные на увеличение занятости населения, поддержку и развитие стратегически значимых технологий, развитие производства. Государство также может стимулировать приток венчурного капитала, изменяя законодательную и фискальную базу. Хотя политики и программы меняются в зависимости от экономических и институциональных характеристик стран, перечисляемые далее государственные акции, стимулирующие развитие индустрии инвестиционного капитала, являются наиболее общими.

Источник: сборник статей Организации экономической кооперации и развития (1996), Д. Брофи, Бизнес-Школа мичиганского университета

**1.4.1 Правительственные акции**

Акциями, которые государство и правительство могут предпринять для развития индустрии инвестиционного капитала, являются:

- Создание благоприятной инвестиционной среды.

- Создание фискальной и законодательной базы для стимулирования притока венчурного капитала, включая меры для способствования долгосрочным рисковым инвестициям пенсионных фондов и страховых организаций, а также налоговые льготы для частных венчурных инвесторов.

- Снижение риска для инвесторов.

- Стимулирование создания венчурных фондов, ориентированных на инвестиции в технологии через соответствующую систему налоговых льгот, схемы стартового финансирования, частичная компенсация инвестиционных потерь, гарантийные схемы и финансирование предынвестиционной оценки и аудита.

- Повышение ликвидности.

- Развитие вторичного рынка ценных бумаг позволит институциональным инвесторам при вложениях в быстро растущие технологически ориентированные компании осуществлять реинвестирование с помощью более простого выхода капитала из инвестиций.

- Развитие предпринимательства.

- Осуществление инициатив по содействию новым высокотехнологичным стартовым проектам, включающим: снижающим риск налоговым условиям; схемы займов, связанных с правом первого выкупа; информационные и консультационные услуги, а также поддержку сети частных инвесторов.

Обычно государственное финансирование осуществляется в виде кредитов на льготных условия. Существуют государственные целевые программы, осуществляющие определенную поддержку предпринимательству.

**1.4.2 Типы программ государственного финансирования**

- Кредиты - являются прямым размещением финансовых средств, которые должны быть возвращены государству. В этом случае устанавливаются процентные ставки и сроки возврата.

- Гранты и субсидии - ссужаются под определенный проект и не требуют возврата.

- Совместное участие - осуществляется государством через аффилированные структуры совместно с финансовыми учреждениями при участии в финансировании проектов.

- Гарантии - В случае, когда компания получает кредиты в финансовых организациях, государство гарантирует этот заем и осуществляет выплату долга в случае неплатежеспособности компании.

Для предпринимательства государственные средства являются дешевыми, с долгим периодом выплаты, и инвестор в лице государства не ожидает и не требует значительных прибылей в конце проекта. Однако, несмотря на это, государственные средства являются достаточно пассивными, они могут быть полезными лишь при долевом участии на ранних стадиях развития компании.

**1.5. Сравнительная схема источников финансирования**

В зависимости от различных ситуаций, черт и структуры компании, менеджмент может выбирать соответствующий необходимости тип финансирования за счет внешних средств. Сравнительная характеристика описанных выше источников капитала показывает, соответственно, ограничения и преимущества для финансируемой компании:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Источники финансирования | Ограничения и требования | Преимущества | Недостатки |
| Кредиты | Ликвидный залог, Состоятельная кредитная история компании,Требования к прогнозируемому плану развития проекта | Гибкость в заимствовании и обслуживании займа, Отсутствие оперативного контроля над использованием средств | Риск неплатеже-способности, Высокие процентные ставки, Требования к ликвидному залогу  |
| Государственное финансирование | Социальная значимость, Компания должна соответствовать определенным стандартам, Финансирование может использоваться только для определенных видов деятельности | Осуществляется даже в случаях, когда невозможно получить финансирование из коммерческих, источников.Обычно требует к выплате меньший объем средств и более долгий срок | Ограничения на использование, Трудности в получении, Обычно объемы невелики |
| Венчурный капитал | Компания должна показывать:потенциальный рост,уникальность идеи,высокая квалификация управляющего персонала | Венчурный капиталист как владелец акций реализует опыт в управлении и финансовой области, что позволяет компании дополнительно прогрессировать (value-adding) | Во власти инвестора осуществлять кадровые перестановки, Процесс получения финансирования долгий и трудный,Проблематичен выход венчурного капитала |
| Целевые инвестиции | Устойчивая позиция на рынке,Квалифицированный и опытный менеджмент | Инвестор вносит опыт по данному направлению деятельности, Труден выход для инвестора | Инвестор контролирует процесс принятия решений |

**2. Венчурный капитал как финансовый инструмент**

В странах с технологически ориентированной экономикой рост производства и индустриальное развитие главным образом зависят от успешных инноваций, означающих, что результаты исследований и разработок эффективно коммерциализуются (переходят в стадию коммерческого выпуска продукции). При этом доступ технологических компаний к финансовым ресурсам становится ключевым фактором в инновационном процессе.

Венчурный капитал, как специфический тип финансирования, который развивался для поддержки высоко рисковых проектов, играет важную роль в этой связи.

Участие венчурного капитала является принципиальным фактором в инновационном процессе. По различным причинам для крупных компаний реализация рискового проекта бывает затруднительной. Такие проекты имеют больший шанс на успех, если они предприняты малыми технологическими фирмами. Венчурный капиталист способен с помощью соответствующих финансовых инструментов участвовать в поддержке таких высоко рисковых инновационных проектов. Это подтверждается тем, что технологические революции, приведшие к трансформации индустриального производства, были ведомы компаниями, поддерживаемыми венчурным капиталом. Например, фирмы, которые лидировали в каждом новом поколении компьютерных технологий (ПК, программное обеспечение), финансировались за счет венчурного капитала.

**2.1. Определение венчурного капитала**

Венчурный капитал, по определению Европейской Ассоциации Венчурного Капитала (EVCA - European Venture Capital Association), является долевым капиталом, предоставляемым профессиональными фирмами, инвестирующими и совместно управляющими стартовыми, развивающимися или трансформирующимися частными компаниями, демонстрирующими потенциал для существенного роста.

Должен быть также отмечен такой существенный элемент, как рост стоимости компании, который происходит в средне- или долгосрочной перспективе и приводит к росту стоимости доли венчурного инвестора. Этот прирост капитала выше, чем доход от альтернативных вложений, компенсирующий риск и неликвидность таких вложений. Молодые компании в партнерстве со средствами венчурного капиталиста и его профессиональным опытом имеют больший прогресс. Венчурные инвестиции обычно имеют следующие черты:

- венчурный капиталист делит риск с предпринимателем;

- долгий инвестиционный горизонт, от 3 до 7 лет;

- в дополнение к инвестициям осуществляются также взаимо-отношения с менеджментом компании для обеспечения поддержки, основанной на опыте и связях инвестора;

- возврат средств осуществляется в виде реализации возросшей в цене доли инвестора в собственности компании в конце инвестиционного периода.

**2.2. Источники венчурного капитала**

Большинство венчурных схем представляет собой независимые фонды, которые привлекают капитал из финансовых институтов до того, как они инвестируются в малые и средние предприятия. Однако некоторые финансовые институты имеют собственные венчурные фонды, а также в некоторых странах существует неформальный рынок венчурного капитала (частных инвесторов - бизнес-ангелов) и крупных компаний (корпоративный венчуринг).

Индустрия венчурного капитала наиболее развита в Соединенных Штатах, где она ориентирована на технологические секторы экономики и состоит из широкого спектра инвесторов, включающих пенсионные фонды, страховые компании и частных инвесторов. Относительно молодая европейская венчурная индустрия ориентирована на основные секторы экономики, при доминирующем участии банков. Японские венчурные фирмы формируются как дочерние организации финансовых институтов и инвестируют в образованные фирмы, обеспечивают их, в основном, кредитами.

**2.3. Процесс венчурного финансирования**

Венчурные капиталисты являются посредниками между финансовыми институтами, предоставляющими капитал, и компаниями, использующими эти средства. Роль венчурного капиталиста заключается в просмотре инвестиционных возможностей, структурировании сделки, инвестировании и непосредственно достижении прироста капитала при продаже доли собственности либо на фондовом рынке, либо менеджменту компании или стороннему менеджменту. Финансовые учреждения не способны выполнить эти функции самостоятельно. Вознаграждением для независимого венчурного фонда является доля в прибыли и фиксированная ставка.

В то время как для венчурного фонда основными стадиями являются привлечение, размещение и вывод средств, процесс венчурного финансирования проекта условно может быть подразделен на следующие стадии: поиск, отбор, проведение сделки и выход капитала.

Основным вопросом для получения компанией инвестиций является состоятельность бизнес-идеи и возможности менеджмента компании для воплощения ее в прибыльном производстве. Оценка проекта производится на основе бизнес-плана.

Предприниматель должен представить резюме проекта венчурному капиталисту для предварительного анализа.

Следующий этап подразумевает глубокое изучение бизнес-плана венчурным капиталистом для проведения анализа данных проекта на состоятельность и возможность реализации с требуемой нормой отдачи. На этой стадии также оцениваются личностные и профессиональные качества менеджмента. Подписывается предварительное соглашение об условиях инвестирования. Эта стадия глубокого и пристального изучения (due diligence) состоит из анализа:

- объема требуемых инвестиций и способа использования;

- информации о рынке (доля рынка, конкуренты);

- стратегии продаж (каналы сбыта, ценовая политика, торговая марка, реклама);

- истории компании, продукта (уникальность?) и услуги;

- технологии (включая права интеллектуальной собственности, жизненный цикл продукта) и производственного процесса;

- финансовой отчетности;

- списка основных владельцев;

- описания структуры организации и управления;

- основных поставщиков и потребителей;

- конкурентных преимуществ нового продукта или услуги;

- правовых аспектов (тип собственности, тип акций, основные контракты, возможность выхода капитала).

Это долгий процесс, который завершает процедуру принятия решения. Инвестор детально изучает историю компании, личности сотрудников, возможных потребителей, исследования конкурентного рынка, оценки спроса и оценки возможных конкурентов. Инвестиционное предложение или меморандум является конечным результатом этой стадии.

Оценка стоимости компании на стадии расширения может быть произведена двумя способами. Предынвестиционная оценка компании осуществляется на основе:

- чистых активов,

- объема продаж (оборота).

Предынвестиционная оценка необходима для стадий

- Структурирования Сделки (Deal Structuring) и

- Оценивания Вложений (Pricing).

Когда финальное решение принято, начинается юридическая стадия, состоящая из подготовки пакета документов: Соглашение между владельцами компании; Устав; Обязательства о раскрытии информации.

В случае, когда помимо покупки доли в собственности осуществляется дополнительный заем, подписывается Соглашение о кредите.

Стадия совместного управления (Management on stage) начинается, когда предварительные действия совершены и инвестиции получены. Венчурный капиталист содействует увеличению стоимости компании, участвуя в Совете Директоров.

Заключительная стадия венчурного инвестирования представляет собой выход капитала (Exit of Capital). Таким образом, инвестируя в компанию, венчурный капиталист должен заранее предусматривать возможный выход, только с реализацией которого возможно получение дохода.

**2.3.1 Существующие пути выхода капитала**

Опыт по выходу венчурного капитала значительно варьируется между странами и различными инвестиционными ситуациями. Наиболее значимым фактором в степени этих отличий является зрелость экономики страны.

Продажа акций или Первичное публичное предложение (IPO)

В Европе двумя наиболее общих способами вывода капитала являются продажа акций или первичное публичное предложение (выставление на биржевые торги).

Первичное публичное предложение:

Достоинства Недостатки

- Возможность получения более высокой цены.

- Способ вывода капитала благоприятен для менеджмента компании.

- Продажа может быть осуществлена в два этапа, что может вызвать торговое предложение.

- Доля в будущем росте бизнеса за счет оставленных акций. - Более высокие затраты, чем при других путях выхода.

- Блокировочное соглашение не допускает одновременного полного выхода.

- Оставшиеся во владении инвестора акции подвержены тому риску, что капитал может быть не реализован.

- Многие фондовые рынки неликвидны;

- Идея вывода акций этой компании на торги должна быть простой и привлекательной для большого количества покупателей.

- Неприемлемый путь для малых компаний.

Основным недостатком выставления акций на биржевые торги, особенно в континентальной Европе, можно назвать следующее обстоятельство. Первоначально возможно продать только 10-20 % акций компании, затем необходимо ждать еще несколько лет.

В результате этого все меньше таких компаний выходят на рынок с акциями.

Блокировочное соглашение требует от инвестора оставлять в компании существенную, если не большую, часть инвестиций для того, чтобы внушить доверие институциональному инвестору. Это означает, что публичное предложение акций в этом случае не может быть реализовано для выхода капитала.

Когда продана лишь малая часть акций, хорошая цена в этот момент может ничего не означать, если стоимость акций на рынке падает до того момента, когда инвестор успевает продать оставшуюся часть. По этой причине некоторые инвесторы предпочитают определенность, присущую процессу оптовой продажи акций (trade sale).

Продажа акций

Преимущества Недостатки

- Покупатель может платить дополнительную премию за синергию, долю рынка или выход на рынок.

- 100% выход капитала в виде наличности и, следовательно, определенность, предмет гарантии, выход с получением наличности и, как следствие, определенность, предмет для гарантий, компенсаций, условных депозитов и отсроченных платежей.

- Дешевле, чем выставление на торги.

- Быстрее и проще, чем выставление на торги;

- Единственно приемлемый выход для малых компаний.

- Необходимость убеждать только одного покупателя, а не целый рынок. - Часто возникают препятствия со стороны менеджмента, который теряет свою независимость.

- В некоторых странах лишь несколько покупателей для таких сделок.

- Большинство венчурных капиталистов не дают гарантий покупателям.

В Европе намного труднее осуществить прямую продажу акций инвестору, чем выставить на торги в связи с очевидным отсутствием покупателей. Должно быть также отмечено, что многие венчурные капиталисты не пытаются найти покупателей вне отрасли, что ограничивает шансы на успех сделки. Существует мнение, что продажа акций более быстрый и легкий процесс, чем выставление на торги. Однако негативный фактор относительно более низких цен при оптовой продаже должен быть учтен теми инвесторами, которые не предлагают к торгам на рынке свои доли.

Обратный выкуп акций

Обратный выкуп акций менеджментом компаний или со-инвестором исторически является наиболее общим способом для пассивных инвесторов и для венчурных капиталистов, для которых остальные пути выхода невозможны. Часто это является результатом слабого управления, повлекшего падение интереса со стороны покупателей или следствием сопротивления со стороны менеджмента или большинства владельцев к продаже акций третьей стороне. Существует мнение о том, что обратный выкуп является последним привлекательным путем решения проблемы платежеспособности, если отсутствие конкуренции или сильная позиция покупателя приводит к более низкой цене за долю для выходящего инвестора.

Возможности при продаже финансовому покупателю

- Данный вид сделок удобен при переходе от ранних к более поздним стадиям финансирования компании, а также обеспечивает независимую оценку в случае необходимого увеличения капитала.

- Рефинансирование при закрытии венчурного фонда.

- Служит для реализации дохода (для налоговой или иной финансовой отчетности).

- Менеджмент сохраняет свое положение в случае, если выставление на торги является неприемлемым.

- Венчурный капитал может принести больший прирост бизнесу с низким уровнем роста и высоким объемом наличного оборота, чем это может сделать покупатель.

- Дает возможность бизнесу возобновить состояние финансового рычага (соотношение заемных и собственных средств).

- Менеджмент может изменить своей верности в течение процесса продажи и, следовательно, покупатель может иметь лучшую информацию, чем продавец.

**2.4. Стадии венчурных инвестиций**

Инвестиционные альтернативы возникают в различные моменты развития компании. Для менеджмента компании, принявшего решение об изменении структуры собственности, основной целью является достижение финансирования и структуры капитала, которые позволят компании расти и развиваться в долгом периоде времени в то же время балансировать между интересами компании и требованиями инвесторов. При решении вопроса, до какой степени менеджмент должен участвовать в собственности, венчурные капиталисты не должны забывать о том, что на любой стадии развития компании венчурный капитал вступает во все большую конкуренцию с другими источниками финансирования, которые менеджмент, стремящийся к независимости, может найти более привлекательными.

Различные типы финансирования могут быть привязаны к временным стадиям развития компании. Таким образом, может быть введено разбиение на ранние, более поздние и зрелые стадии инвестирования (см. Схему "Жизненный цикл растущего бизнеса"). Венчурные инвестиции успешно поддерживают запуск продукции в производство, выход на рынок, раннее развитие, расширение или реструктурирование бизнеса. Приобретения, развитие новых продуктов или технологий, увеличение оборотного капитала или снижение долга компании также может быть финансировано за счет рискового капитала.

Несколько типов венчурных инвестиций могут быть определены в спектре финансирования с участием в собственности компании.

Зародышевое финансирование (Seed finance)

- Финансирование исследований, оценки и развития первоначальной концепции перед стадией становления.

- Проект или бизнес-идея, нуждающиеся в финансировании для дальнейшего развития или выполнения пилотного образца для подготовки стадии выхода на рынок.

Стартовое и раннее финансирование (Start-up and Early Stage)

- Для стартовых компаний или компаний, ведущих деятельность короткое время (недавно образованных).

- Для поддержки компаний для развития и запуска на рынок продукта в течение первого коммерческого выпуска.

- Для компаний, нуждающихся в дополнительном финансировании для завершения стадии НИОКР.

Финансирование расширения или развития (Development) - для роста и развития компании или для приобретения/слияния. Если последний тип вложений не требует объяснений, то предыдущие необходимы или для увеличения производственных мощностей и расширения доли рынка или для развития продукта, а также для увеличения оборотного капитала.

Выкуп доли менеджментом (Management/leveraged buy-out) - для способствования менеджменту и инвесторам приобрести контрольный пакет акций в собственности компании.

Выкуп доли сторонним менеджментом (Management buy-in) - позволяет сторонним менеджерам и инвесторам купить долю в собственности компании.

Обновление (Turnaround) - для бизнеса, испытывающего проблемы при продаже с целью восстановить благоприятные обстоятельства.

Замещающий капитал (Replacement capital) - в основном, сделки по замещающему капиталу или вторичному приобретению происходят, если одни акционеры покупают долю у других (роль второй стороны также могут играть финансовые институты). Так как в последнее время, особенно в Европе, среда для выхода капитала была не столь благоприятна, этот вид сделки был разработан для увеличения ликвидности вложений.

Промежуточный по привилегированности долг (Bridge finance of mezzanine) - необходим для того, чтобы подготовить компанию к выходу на фондовый рынок.

Распределение количества осуществляемых в Европе инвестиций по стадиям развития может быть проиллюстрировано диаграммой:

Источник: сборник статей Организации экономической кооперации и развития, 1996

ЖИЗНЕННЫЙ ЦИКЛ РАСТУЩЕГО БИЗНЕСА

Источник: отчет Организации экономической кооперации и развития (OECD), 1996

**3. Основные направления в развитии индустрии венчурного капитала**

В большинстве стран Европы венчурный капитал как явление возник в 80-е годы. Более долгую историю имеет индустрия венчурных инвестиций Соединенных Штатов с состоятельными семьями, формирующими основные объемы инвестиционных фондов. Быстрый рост рискового капитала в Соединенных Штатах, который начался в конце 70-х, базировался на потоке капитала из финансовых институтов, следующих в связи с разрешением пенсионным фондам размещать до 5% активов в венчурных инвестициях.

Тем не менее, возможно ошибочно приписывать рост в индустрии венчурного капитала в Соединенных Штатах целиком к законодательным изменениям из-за значительного роста спроса на инвестиции в это же время, благодаря технологической революции в микроэлектронике, создавшей рыночные возможности для технологически ориентированного предпринимательства.

Реализация венчурных инвестиций осуществляется по двум направлениям инвестиционных ситуаций:

- Инвестиции в новые и молодые, быстро растущие и, в основном, технологически ориентированные компании.

- Финансирование реструктурирования компании через выкуп собственности собственным или сторонним менеджментом (MBO/MBI).

Должно быть отмечено, что в Европе статистика деятельности венчурного капитала включает стартовые (Start-up) и реструктурирующие капитал (MBO/MBI) инвестиции. Однако, более ясное разделение осуществляется в Соединенных Штатах между этими типами инвестиций, и статистика венчурного капитала не учитывает инвестиции в большие реструктурирования.

Венчурный капитал сложился в Европе около 10 лет назад, хотя истоки могут быть отнесены к послевоенному периоду. Наиболее европейская индустрия венчурного капитала развита в Великобритании и Нидерландах, хотя в настоящее время она существует и в некоторых центрально-европейских странах.

Деятельность венчурного капитала не ограничивается США и Европой. Однако в других странах существует тенденция к отходу от американской модели. К примеру, японские фирмы венчурного капитала, многие из которых являются дочерними компаниями финансовых институтов, обеспечивают учрежденные компании как кредитным, так и долевым капиталом и не только ориентируются на технологические компании, но и часто держат акции инвестируемых компаний даже после выведения акций на фондовую биржу.

Рынок венчурного капитала является циклическим как в отношении фондов, размещаемых учреждениями, так и по инвестиционной активности. Факты подтверждают зависимость между рынком венчурного капитала и фондовым рынком и быстрым ростом в деятельности венчурного капитала на рынке с повышающимися курсами акций. Эта связь указывает на важность рынка начального публичного предложения (IPO), позволяющего инвестиционным прибылям циркулировать. Для венчурных фондов "горячее" состояние рынка первоначального предложения является более благоприятным для привлечения капитала из финансовых институтов, так как это позволяет венчурным капиталистам реинвестировать доходы через фонды. Чем выше доход, который может быть получен от продажи доли на фондовом рынке, тем больше поток средств в фонды венчурного капитала. В Соединенных Штатах доля компаний с участием венчурного капитала, реализующих доход через фондовый рынок меняется год от года, но, тем не менее, составляет лишь около 20% в общем объеме инвестиций. Альтернативным способом выхода капитала является оптовая продажа акций. Как правило, присутствует обратное соотношение между доходом, получаемым при продаже на фондовом рынке, и ценами, получаемыми при оптовой продаже доли, которые обычно являются более низкими.

Цикличность в индустрии венчурного капитала наблюдается как недавняя тенденция в Соединенных Штатах и в Европе. В США ровное состояние рынка между 1987 и 1992 годами последовало за бурным ростом начала и середины 80-х. Рост продолжился с 1992 года. Так как европейский венчурный рынок более молод, можно говорить лишь об одном полном цикле с данными 1994 года, подтверждающими повышение активности по привлечению капитала, следовавшем за спадом в течение периода 1988-1993 годов. Однако, венчурный капитал неравномерно распределен по Европе, и для индустрии в некоторых странах существует большая возможность для привлечения капитала, чем в остальных. Привлечение капитала в последние годы отмечалось более успешным в Великобритании и Нидерландах, которые являются наиболее зрелыми европейскими рынками венчурного капитала. Также в европейской венчурной индустрии наблюдается возрастающее число выходов капитала, включающих возрастающее число выходов через фондовый рынок и стабилизацию в процессе списания нереализованных инвестиций.

Большинство европейских венчурных инвестиций направляется на поддержку стадий расширения и выкупа компании. Менее заметная роль рынков долевого капитала в Европе по сравнению с Соединенными Штатами лишает компании источника такого типа капитала. Венчурный капитал был привлечен потенциально большими доходами от инвестиций для заполнения этого промежутка. В Европе индустрия венчурного капитала играет менее важную роль, чем в Америке в обеспечении финансированием зародышевых и ранних стадий развития компании, которое составляет 17% от общего числа инвестиций, произведенных в 1994 году (и только 6% от общего объема инвестиций). Более того, число таких инвестиций падало с 1988 до 1993 года, но было вновь увеличено в 1994 году. В Соединенных Штатах пропорция инвестиций поздних стадий также увеличивается. Объем средств, инвестированных в ранние стадии, ежегодно составляет лишь 1 миллиард долларов - весьма малая доля общего объема инвестиций.

Источник: отчет Европейской ассоциации венчурного капитала, 1996

Одну пятую всех долевых инвестиций в Европе составляют вложения в начинающий (стартовый) бизнес. Стоимость поиска проектов, оценки привлекательных стартовых компаний или технологических инвестиций высока по сравнению с объемом инвестируемых средств. Инвестиции в ранние стадии развития также включают высокий уровень риска и низкую ликвидность по сравнению с другими долевыми инвестициями. По этой причине от инвестиций требуется большая отдача. Для инвестиций в "Start-up" инвестиционный горизонт является длинным и возврат более неопределен.

Европейская индустрия венчурного капитала также отличается от американской по двум аспектам. Во-первых, европейские венчурные инвестиции направляются, в большинстве, в основные отрасли промышленности, в то время как технологические секторы более важны для американского венчурного рынка. Во-вторых, банки являются основными инвесторами в европейских венчурных фондах по сравнению с пенсионными фондами, взносами, средствами частных инвесторов и страховых компаний Соединенных Штатов, предоставляющих основную массу средств фондов. Среди европейских стран лишь в Великобритании пенсионные фонды являются значительным источником финансирования. Этот факт имеет большое значение. Банки имеют более короткий инвестиционный горизонт, чем пенсионные фонды и страховые компании, и это влияет на характер осуществляемых инвестиций. Существует мнение о том, что доминирование банков в Европе препятствует развитию индустрии венчурного капитала.

Схемы распределения источников финансирования в Европе и Соединенных Штатах.

Источник: исследование венчурного капитала и долевой собственности в Европе (Европейская венчурная ассоциация), 1996

Источник: отчет Организации экономической кооперации и развития, 1996

**3.1 Соотношение риск/доход**

Для компенсации высокого риска и долгого инвестиционного периода, в котором средства являются неликвидными, венчурный капитал должен показывать высокий доход инвестору. Этот доход должен перекрывать рост инфляции, доход от безрисковых инвестиций1 и превышать прибыли фондового рынка. В Соединенных Штатах интегральные доходы были более умеренными, чем ожидалось, но, тем не менее, превышали доходность по индексу Стандард энд Пурз 500 (Standard&Poors 500). Иными словами, такие доходы могут быть привлекательны и для институциональных инвесторов. Как уже отмечалось ранее, с повышением стадии развития компании снижается риск и доходность инвестиций. Необходимо учесть также, что отдача меняется в зависимости от отрасли промышленности. Европейский опыт показывает, что наименьший сводный показатель доходности показывали фонды, инвестирующие в ранние стадии технологических компаний.

Британская Ассоциация Венчурного Капитала опубликовала (Декабрь, 1995) предварительные данные о значениях чистого дохода инвесторов в конце 1994 года для независимых британских венчурных фондов, привлекавших капитал в течение периода 1980-1990 годов. Данные показали, что значение объединенной нормы рентабельности (IRR) составило 12.1% годовых. Однако, это усредненное значение скрывает значительный разброс в результатах работы разных фондов, которые варьируются от негативных до 30% годовых. Такой уровень доходов превышает доход от инвестиций в другие типы активов с приемлемым уровнем риска и ликвидности. Доходность фондов, финансирующих реструктурирование, также превышала доходы фондов, специализирующихся на стартовых компаниях.

**3.2. Неформальный рынок венчурного капитала**

Неформальный рынок венчурного капитала по своей сущности гораздо менее известен и документирован, чем институциональный. Часть рынка венчурного капитала составляют частные инвесторы, часто именуемые "бизнес-ангелами", которые осуществляют прямое долевое участие в не котируемых компаниях, с которыми их не связывают семейные узы. Бизнес-ангелами обычно являются самомотивированные состоятельные инвесторы, в большинстве успешные предприниматели, хотя некоторые имеют образование в связанных с бизнесом областях или опыт работы на ведущих постах в управлении больших компаний. Часто они инвестируют индивидуально, но многие инвестируют как часть неформальных синдикатов, которые обычно включают семьи, друзей или коллег по бизнесу. Бизнес-ангелы заинтересованы в приросте капитала, а такие некоммерческие соображения как удовольствие от инвестирования или альтруизм, являются важными второстепенными факторами. Способы выходов венчурного капитала бизнес-ангелов мало известны, но ограниченные сведения показывают, что оптовая продажа акций является наиболее часто используемым путем для успешных инвестиций, а также обратный выкуп акций для менее успешных вложений.

Различия в распределении активности неформального рынка венчурного капитала по странам остаются до сих пор неясными. Но анализ существующих данных показывает несомненное влияние историко-культурного склада той или иной страны на деятельность бизнес-ангелов.

В Соединенных Штатах бизнес-ангелы играют решающую роль в обеспечении основного объема финансирования ранних стадий за счет участия в долевом капитале. Европейские частные инвесторы также участвуют в таком типе инвестирования. Бизнес-ангелы участвуют именно в тех инвестиционных проектах, которые неприемлемы для институциональных инвесторов. Финансирование предпочтительно осуществляется на ранних стадиях развития, таких как стартовая и ранняя, как в технологические, так и в нетехнологические компании, обеспечивая малый объем рискового капитала для поддерживания идей, которые могут быть коммерциализованы. Бизнес-ангелы стремятся быть привносящими ценность инвесторами, играющими активную роль в инвестируемом бизнесе.

Таким образом, неформальный и формальный рынки венчурного капитала могут рассматриваться как взаимодополняющие. Это может быть выражено метафорой о том, что бизнес-ангелы играют роль "фермы" для институционального венчурного капитала, обеспечивающей как финансирование ранних стадий, так и поддержку, позволяющие молодой компании достичь стадии развития, на которой она может быть интересна для венчурных фондов. Институциональная венчурная индустрия выигрывает от существования неформального рынка венчурного капитала.

Неформальный рынок венчурного капитала также имеет большое значение из-за объема обеспечиваемого финансирования, являясь на Западе крупнейшим источником внешнего рискового капитала для малых компаний. По оценкам в Соединенных Штатах количество компаний, проинвестированных бизнес-ангелами в 20-40 раз большее, чем проинвестированных институциональными инвесторами. Они обеспечивают сектор малых и средних предприятий объемом финансирования в 5 раз большим (не считая финансирования стадий реструктурирования капитала). Результаты исследований в Великобритании показали, что неформальный рынок венчурного капитала в 2-4 раза больше формального по объему инвестируемых средств. Но неформальный венчурный капитал остается по большей части нереализованным. Неформальная и раздробленная структура рынка создает трудности для встречи покупателя и продавца (бизнес-ангела и предпринимателя, ищущего финансирование). Как следствие этого, многие частные инвесторы говорят о невозможности поиска достойной инвестиционной альтернативы.

**3.3. Необходимые инициативы для стимулирования активности индустрии венчурного капитала**

Не существует единой стратегической инициативы, которая генерировала бы существенное увеличение активности венчурного капитала. Поддержка развития деятельности венчурного капитала требует широкого круга акций, направленных как в направлении спроса, так и в направлении предложения рискового капитала. Для стимулирования финансирующей стороны должны быть заинтересованы как финансовые институты, так и частные инвесторы.

Спектр инициатив, необходимых для развития индустрии рискового капитала может быть классифицирован следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
| Прямые государственные акции | Косвенные действия государства |
| Специфические программы и инфраструктура | Изменения в законодательстве, налогообложении, макроэкономическая политика |
| Прямые действия негосударственных организаций и частного сектора | Косвенные действия негосударственных организаций и частного сектораКосвенные действия негосударственных организаций и частного сектора |
| Прямые против косвенных: Ряд инициатив нуждается в учреждении специфических программ или инфраструктуры, в то время как другие инициативы требуют опосредованных действий: изменений в законодательстве, налогообложении, макроэкономической политике  |
| Государственные против негосударственных организаций и частного сектора: Так или иначе, все инициативы для поддержки рискового капитала или входят в полномочия государства или являются государственной прерогативой для выполнения. Фондовый рынок, финансовые учреждения, профессиональная структура управления других организаций, - все играет важную роль в стимулировании действия рискового капитала. Также одним из ключевых вопросов является идентификация взаимосвязи общественного и частного секторов, в которой они смогут совместно функционировать, наилучшим образом, стимулируя активность венчурного капитала. |

**3.3.1 Стимулирование привлечения капитала в инвестиционные фонды**

Активность рынка венчурного капитала может увеличиваться при размещении инвесторами больших объемов средств и доступности источников финансирования с долгосрочными обязательствами. Ключевым требованием является разрешение источникам долгосрочного финансирования инвестировать в рисковые проекты. Банки, которые являются основными поставщиками венчурного капитала во многих странах, стремятся инвестировать в краткосрочные проекты, что приводит к смещению деятельности венчурного капитала в сторону более безопасных и более зрелых (по стадии развития) инвестиционных возможностей. Это тем более важно, чтобы такие долгосрочные инвесторы, как пенсионные фонды (которые являются доминирующими инвесторами в американских венчурных фондах) и страховые компании (по страхованию жизни) имели законную возможность на размещение капитала в рисковых активах. Это требует осуществления ряда инициатив, часть из которых должна быть осуществлена государством.

- Регулирование бухгалтерской отчетности - необходимо для гарантирования достаточной финансовой открытости, чтобы позволить инвесторам быть уверенными в осуществляемых инвестициях.

- Оценка эффективности- развитие методов оценки эффективности инвестиций в частные компании.

- Легальные структуры - создание соответствующих допускаемых законодательством структур для фондов, чтобы минимизировать организационный и налоговый риски.

- Инвестиционное регулирование - регулирование доли активов пенсионных фондов, допускаемых для инвестирования в венчурные фонды и правила оценки таких инвестиций.

- Прозрачность - относится к налогообложению прибыли и прироста капитала во избежание двойного налогообложения при выходе капитала из инвестируемой компании.

- Фондовый рынок - для обеспечения ликвидности венчурным инвестициям и для открытия возможности инвестируемым компаниям привлекать капитал для дальнейшего развития.

- Ставка процента - низкие ставки процента делают долевое участие капитала значительным и вознаграждающим, в то время как рисковые вложения менее привлекательны, когда процентные ставки высоки.

Однако, европейский опыт показывает, что при успешном принятии таких инициатив, без сомнения, все заинтересованные стороны венчурного финансирования выигрывают. Характерной особенностью является то, что организационные инвесторы не привлекались к участию в венчурных фондах, специализирующихся на финансировании зародышевой, стартовой и ранней стадий развития и технологических секторов. Одна из причин состоит в том, что инвесторы не были поощрены высокими доходами, достигаемыми такими фондами. Государство должно предпринимать прямые инициативы, которые позволят увеличить доходы от инвестиций в ранние стадии и технологические фонды для стимулирования финансовых учреждений к инвестированию в такие фонды. Основным требованием к результатам таких инициатив является то, что создаваемые фонды должны руководствоваться высокими профессиональными стандартами и максимизировать доход от инвестиций. Возможности развития включают следующие направления:

- Схема финансирования "зародышей" (такие, как Сеть Фондов Зародышевого Капитала Европейского Союза) - которая участвует в капитале таких фондов (например, на основании сочетания с привлекаемыми частными фондами) и выдает займы, компенсирующие производственные затраты.

- Способы выхода капитала - роль государства как "последнего выхода", чтобы дать возможность зародышевым фондам произвести инвестиционный цикл и реинвестировать средства.

- Компенсация расходов - государственное долевое гарантирование части потерь фонда с целью увеличения предела потенциала(upside potential).

Также могут быть предприняты действия, связанные с:

- привлечением индивидуальных инвестиций путем налоговых льгот;

- созданием и поддержкой инфраструктуры для частных инвесторов;

- созданием вторичного фондового рынка;

- финансированием предынвестиционной оценки.

**3.3.2 Стимулирование активности предпринимательства**

Инициативы должны быть обращены как к финансовым донорам, так и к реципиентам. По мнению западных экспертов, это единственное наибольшее препятствие к успешным долевым инвестициям на менее стабильных и зрелых экономических рынках. Часто заявляется, что венчурные инвестиции ограничены наличием возможностей, а не финансов, и венчурные капиталисты будут инвестировать больше при наличии действительно "звучных" проектов.

Во-первых, требуются действия для способствования предпринимательству для увеличения числа компаний с такими характеристиками.

Во-вторых, требуются инициативы для развития культуры малых и средних предпринимателей с тем, чтобы бизнес с такими характеристиками искал выход на венчурный рынок, а не полагался только на внутренние ресурсы и заемные средства для финансирования роста.

Говоря о требованиях венчурных капиталистов к инвестируемым проектам, можно отметить следующие тенденции в оценках американских и европейских инвесторов.

Американские венчурные капиталисты ищут бизнес со следующими характеристиками:

- высоко прибыльный (или потенциально прибыльный);

- доминирующий в промышленности;

- высокое соотношение цены и доходности акций;

- наличие отчетности об управлении;

- собственные качества продукта с устойчивым конкурентным преимуществом;

- большой объем рынка.

Подобный список характеристик предоставляется британскими венчурными капиталистами:

- сильный и опытный менеджмент;

- видение и стремление к устойчивому росту;

- большой потенциальный рынок;

- хорошие рыночные возможности;

- высокие технологии.

Для более зрелых стадий развития компании, испытывающих потребность в финансировании, условия осуществления венчурных инвестиций могут не подходить. В этом случае должны использоваться иные схемы финансовой поддержки, такие, как гарантийные схемы.

Говоря о стимулировании активности предпринимательства и привлечении венчурных инвестиций, необходимо упомянуть:

- поддержку политики содействия малым предприятиям;

- обеспечение финансовой поддержки;

- реализацию соответствующих принципов налогообложения.

**3.4. Гарантийное обеспечение кредитов**

Наиболее простыми для развития предприятия, с точки зрения привлечения, и прозрачными, с точки зрения законодательства, являются кредиты (в том числе, инвестиционные) банков и других кредитных учреждений. Главная сложность у предприятий, особенно это касается малых наукоемких производственных предприятий, возникает при обсуждении с кредитором вопроса обеспечения кредита.

Банки и иные кредитные учреждения обычно не интересует доходность самого бизнеса и перспективы его развития, они заинтересованы в минимизации рисков, которые обеспечиваются ликвидными залогами или гарантиями, и в получении процентов на вложенные средства. Как правило, малые предприятия, особенно на ранней стадии развития, не в состоянии предоставить должного обеспечения для кредита, что существенно затягивает стадию их развития.

Основные потери в этом случае несет государство, поскольку слаборазвитое неустойчивое предприятие не в состоянии своевременно и в полной мере оплачивать налоги, а сотрудники этого предприятия попадают в группу социального риска и могут потерять работу в любой момент, при этом социальное содержание опять же падает на плечи государства. Кредитные учреждения, в свою очередь, так же заинтересованы в развитии промышленных предприятий, так как рассматривают их как потенциальных клиентов. Таким образом, в решении проблемы обеспечения кредитов заинтересованы практически все стороны инвестиционного процесса.

Одним из элементов инфраструктуры поддержки инвестирования инвестиционного процесса являются схемы гарантийного кредитования, которые реализуются через специально создаваемые Гарантийные фонды. Одним из примеров такой инфраструктуры может служить Схема Гарантирования Ссуд, работающая в Великобритании. Схема реализуется через Департамент Торговли и Промышленности Великобритании, с одной стороны, и рядом национальных банков, имеющих аккредитацию в этой схеме, с другой.

Существует несколько вариантов взаимодействия кредитного учреждения и Департамента в зависимости от требуемой формы ссудного капитала - инвестиционный (срочный) кредит, пополнение оборотных средств, лизинг или покупка с оплатой в рассрочку. Общее в этих схемах - фирма должна сама обратиться в кредитное учреждение за получением обычной ссуды. Если кредитное учреждение не может предоставить ссуду на обычных условиях из-за недостаточного обеспечения или из-за отсутствия положительной кредитной истории у фирмы, оно обращается в Департамент с соответствующей просьбой на получение обеспечения по кредиту. Правительственные гарантии предоставляются на 70 - 85% от суммы кредита за премиальные выплаты в размере 1 - 2,5% на срок от двух до семи лет. Однако заемщик остается ответственным за кредит даже в случае неудачи и восстановление полного долга взыскивается с него, в том числе и через ликвидацию предприятия. Сфера деятельности предприятий, в которой может быть применена схема, имеет определенные ограничения, например, не поддерживается развитие финансового сектора, агентств по недвижимости, казино и ночных клубов.

Обеспечение правительственной гарантией неплатежей заемщика в Великобритании позволяет банкам и другим финансовым учреждениям предоставлять кредиты от 5000 до 100000 фунтов новому или уже существующему бизнесу. В период 1981-1993 годов были обеспечены займы на сумму более одного миллиарда фунтов для более чем 33000 малых фирм.

Одним из пунктов второй правительственной программы поддержки развития малого предпринимательства был создание Гарантийного фонда в рамках Федерального фонда поддержки малого предпринимательства.

Для гарантирования льготного кредитования инвестиционных программ и проектов создан специализированный Гарантийный фонд, наполняемый соответствующими финансовыми ресурсами объемом 150 млрд. руб. В Гарантийный фонд привлечено 750 млрд. руб. льготных кредитов, полученных от банка СБС-Агро, для малых предприятий, занятых в строительстве и переработке сельхозпродукции. Гарантийный фонд для финансирования проектов в инновационной сфере не использовался.

Основными функциями существовавшего Фонда является осуществление гарантирования по целевым иностранным кредитам, предоставляемым финансовыми институтами Российской Федерации субъектам малого бизнеса на коммерческой основе для реализации конкретных программ и проектов.

В Северо-Западном регионе также предпринимались шаги по созданию Гарантийного фонда. Распоряжением губернатора Санкт-Петербурга от 23 июня 1997 г., № 583-р, принято решение совместно с Северо-Западным Региональным фондом поддержки малого предпринимательства создать Гарантийный фонд для предоставления гарантий по кредитам, полученным для реализации инвестиционных программ и проектов в сфере малого предпринимательства.

Комитету финансов было указано предоставить Фонду из городского бюджета на возвратной основе займ в размере 5 млрд. руб., начиная с 1998 года выделять для формирования Гарантийного фонда отдельной строкой средства в размере до 0,1% от расходов, предусматриваемых в городском бюджете на текущий год на цели развития и поддержки малого предпринимательства.

**Список литературы**

1. BREALEY Richard A. MYERS Stewart C. Principles of Corporate Finance. - McGrow-Hill, Inc. - 1988.

2. BROPHY David, United States Venture Capital Markets: Changes and Challenges: OECD report./ OECD. - 1996. - p.39-52.

3. STEVENS William European Venture Capital Markets: Trends and Prospects: OECD report./ OECD. - 1996. - p.22-39.

4. The Economic Impact of Venture Capital in Europe: Coopers and Lybrand Corporate Finance Survey.

5. Survey of Venture Capital and Private Equity in Europe./ EVCA, KPMG. - 1996.

6. Country Studies of Venture Capital and Innovations./ OECD. - 1996.

7. GARNER Daniel R., OWEN Robert R., CONWAY Robert P. The Ernst & Young Guide to Raising Capital: Russian edition./ Ernst &Young Vneshconsult group. - Moscow: John Wiley & Sons, 1995.

8. МИЛОВИДОВ В. Паевые инвестиционные фонды. - М.: Анкил, ИНФРА-М, 1996.

9. ENGLER Wolfgang Lessons learned in venture capital in Russia: NIS venture program documentation. - 1998.

10. Гулькин Павел Введение в венчурный капитал в России: рукопись. - 1997.

11. VLASOV Alexey Report on NIS venture capital program: NIS venture capital program documentation. - 1998.

12. Background for external investments: report on Russian-Finnish work group of jurists// Working papers./Leontief Centre. - 1997. - 8.

13. Annual report on Small Business Innovation Research Program (SBIR)./SBA (U.S. Small Business Administration). - 1996.

14. Устав некоммерческой организации в форме фонда./ Санкт-Петербургский Региональный Фонд Научно-Технического Развития Санкт-Петербурга

15. SINGER John Introduction to venture capital: Private Equity Guidebook./ EVCA.

16. WALL John SMITH Jilian Better Exits: Private Equity Guidebook./ Price Waterhouse Corporate Finance, EVCA.

17. LISIN B. Innovative Business in Russia.// Innovations - Special issue. - 1998. - p.3-6.

18. KOVALEVA G. Support for Innovation Business// Innovations. - Special issue. - 1998. - p.6-8.

19. MIRONOV S. Prospects for the investment policy in St.Petersburg// Innovations. - Special issue. - 1998. - p.8-10.

20. Investments into innovation business: World practice: Book of articles. - Moscow: Zelo, 1996.

21. Привлечение инвестиций в России. - МАРКОВСКИЙ В., ПАВЛОВ Г., МЕЛЬНИКОВ А., ИВАНОВ А. - СПб: БСК, 1996,

22. ГАРНЕР Д. и др. Привлечение капитала.// ГАРНЕР Д., ОУЭН Р., КОНВЕЙ Р. - М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. - (Пособия Эрнст и Янг).

23. ГАРАНТ, КОДЕКС: Компьютерные нормативные базы данных