**Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России**

**А.А. Дагаев**

За рубежом, главным образом в США и некоторых странах Западной Европы, механизмы венчурного финансирования предпринимательских проектов широко используются на практике уже не одно десятилетие и получают в последние годы все более широкое распространение. Общий мировой рынок венчурного капитала превзошел в середине 90-х годов 100 млрд. долл. За один только 1996 год новые инвестиции венчурного капитала в США составили около 10 млрд. долл. , а на европейском континенте – почти 8 млрд. долл.

Возможно эти цифры не производили бы столь большого впечатления на фоне общих инвестиционных расходов, если бы не одно существенное обстоятельство. Дело в том, что именно венчурный капитал с присущими ему отличительными особенностями сыграл во второй половине ХХ века важнейшую роль в реализации крупнейших научно-технических нововведений в области микроэлектроники, вычислительной техники, информатики, биотехнологии и в других наукоемких отраслях производства.

Не случайно поэтому развитию венчурного бизнеса активно содействуют государственные органы ряда ведущих индустриальных стран. Они исходят при этом из необходимости повышения конкурентоспособности национальной промышленности в условиях обострения соперничества на мировом рынке. Немалую роль играет и забота о поддержании уровня занятости населения, в том числе, через создание новых рабочих мест в малом бизнесе.

Результаты целенаправленного государственного вмешательства в рассматриваемой области хорошо видны на примере стран Западной Европы, которые до начала 80-х годов заметно отставали от США по суммарному объему аккумулированного из различных источников и работающего на экономику венчурного капитала, а уже в 1991 г. вместе взятые не только догнали, но и обошли американцев.

Сегодня задача адаптации венчурного механизма финансирования предпринимательских проектов актуальна для России, некоторых других государств СНГ, ряда стран Восточной и Центральной Европы, Китая, новых индустриальных стран Юго-Восточной Азии.

**Предпосылки появления механизмов венчурного финансирования**

Для того, чтобы начать новое самостоятельное дело, предпринимателю необходимо иметь как минимум перспективную идею и соответствующие финансовые средства. Идей нам, как говорится, не занимать. Сложнее обстоит дело со средствами.

Значение финансового фактора возрастает вдвойне, если речь идет о новых наукоемких разработках. Подобные проекты обычно рассчитаны на несколько лет, требуют большой подготовительной работы и инвестиций, которые в отличие от торгово-закупочных операций начнут приносить хоть какую-то отдачу далеко не сразу (обычно после нескольких лет напряженной работы в новом направлении).

Но даже если предприниматель обладает достаточными финансовыми ресурсами, он должен тщательно продумать и учесть все последствия возможного неудачного завершения проекта, поскольку осуществление любого крупного проекта, особенно связанного с осуществлением научно-технических нововведений, неизбежно связано с высокой степенью риска.

Это может быть, например, технологический риск, обусловленный недостаточной проработкой отдельных инженерных решений или допущенными просчетами. Это может быть экологический риск, вызванный непредсказуемыми для окружающей среды последствиями использования нового продукта или технологии. Это могут быть и сугубо коммерческие риски, связанные, например, с отсутствием на момент начала производства новой продукции гарантированной рыночной ниши для ее сбыта, а также с необходимостью преодоления входных отраслевых барьеров, сильной конкуренцией со стороны других производителей или товаров-субститьютов и т.п.

Обобщающим показателем самых различных форм риска в условиях рыночной экономики является финансовый риск предпринимателя и поверивших в его проект инвесторов. Он характеризует возможные потери в случае неудачного (вне зависимости от конкретной причины) завершения планируемого проекта. Чем выше финансовый риск, тем труднее получить недостающие предпринимателю средства и тем больше цена привлекаемых финансовых ресурсов.

Однако оказалось, что в условиях интенсивного научно-технического прогресса отказ от осуществления рискованных, но, одновременно, перспективных предпринимательских проектов грозит на практике куда большими финансовыми потерями для экономики и общества в целом ввиду возможной утраты конкурентоспособности национальных производителей на внешнем и внутреннем рынке, а значит – неизбежного сокращения производства, снижения доходов граждан и бюджета государства, роста безработицы и других негативных социально-экономических последствий.

Жесткая экономическая логика повела по пути разработки таких организационно-управленческих решений, которые, с одной стороны, должны были бы способствовать реализации многообещающих, но рискованных предпринимательских проектов (в том числе и может быть даже прежде всего связанных с коммерциализацией важнейших научно-технических достижений), а с другой стороны – позволили бы минимизировать финансовый риск отдельных инвесторов, сохранив при этом их заинтересованность в достижении поставленных предпринимателем целей. Этот подход материализовался в конечном итоге в венчурных механизмах финансирования предпринимательских проектов.

Хотя в научной литературе встречаются указания на то, что отдельные схемы венчурного финансирования применялись в 30-е годы и даже еще раньше, это явление приобрело современные очертания в США лишь вскоре по окончании второй мировой войны. Прообразом современных управляющих фирм венчурного капитала стали финансовое партнерство “Дж. Х. Уитни энд Компани”, основанное в 1946 г. бывшим послом США в Великобритании Дж.Х.Уитни, акционерная компания “Америкен Рисерч энд Дивелопмент”, созданная в том же году под руководством отставного бригадного генерала Ж.Ф.Дорио, и фонд “Венрок”, учрежденный в конце 40-х – начале 50-х годов семейством Рокфеллеров.

В течение последующих лет развитие венчурного бизнеса в США шло далеко не равномерно и отличалось явно выраженной цикличностью1 . Тем не менее уже общепризнано, что он сыграл заметную роль в судьбе важнейших нововведений последней трети ХХ века. При финансовой поддержке со стороны венчурного капитала получили путевку в жизнь такие без преувеличения выдающиеся достижения человечества, как микропроцессоры, персональные компьютеры, технология рекомбинантных молекул ДНК (генная инженерия).

Ряд первоначально совсем небольших предпринимательских фирм, таких как “Майкрософт”, “Диджитл экуипмент”, “Джинентек”, поднялись на дрожжах венчурного капитала до уровня лидеров новых отраслей современного наукоемкого производства. В то же время немало уже давно утвердившихся на рынке крупных промышленных компаний пытаются использовать возможности венчурного механизма для выявления по всему миру новейших перспективных научно-технических разработок в целях повышения конкурентоспособности и обеспечения диверсификации производства.

**Характерные особенности венчурного финансирования**

Термины “венчурный капитал” и “венчурный бизнес” берут начало от английского слова “venture”, которое переводится в известном словаре В.К.Мюллера как “рискованное предприятие или начинание”, “спекуляция”, “сумма, подвергаемая риску”.

Заимствованные из англоязычных экономических публикаций выражения “венчур” или “венчурный” укоренились в отечественном экономическом лексиконе с середины 80-х годов, причем в силу неожиданно возникшей популярности стали нередко использоваться в самых различных, в том числе и весьма далеких от первоначального семантического смысла, словосочетаниях. Для этого действительно имелись все основания. Ведь в условиях рыночных или приближенных к ним отношений любое помещение средств в коммерческие проекты с целью получения прибыли неизбежно связано с риском.

На самом деле, помимо высокой степени риска, американская модель венчурного бизнеса (именно о ней, в основном, пойдет речь в этой статье) имеет ряд характерных отличий от других, более распространеных механизмов финансовой поддержки предпринимательских проектов, например, от традиционных банковских операций по кредитованию. Наибольший интерес представляют три таких отличия.

Первое принципиальное отличие заключается в том, что в случае венчурного финансирования необходимые средства могут предоставляться под перспективную идею без гарантированного обеспечения имеющимся имуществом, сбережениями или прочими активами предпринимателя. Единственным залогом служит специально оговариваемая доля акций уже существующей или только создающейся фирмы.

Если дела фирмы пойдут успешно, инвестор сможет на определенном этапе продать свою долю акций и в результате вернуть не только вложенные в осуществление проекта средства, но и получить ощутимую прибыль. Если же проект провалится, а такой исход исключить заранее во многих случаях просто невозможно, максимум на что будет претендовать инвестор, это часть активов данной фирмы, пропорциональная его доле в зарегистрированном уставном капитале.

Более того, в отличие от традиционных прямых инвестиций с самого начала допускается возможность потери вложенных средств, если финансируемый проект не принесет после своей реализации ожидаемых результатов. Инвесторы венчурного капитала идут на разделение всей ответственности и финансового риска вместе с предпринимателем.

Потребность в получении кредитов такого рода нередко возникает у начинающих или мелких предпринимателей, изобретателей, ученых и инженеров, пытающихся самостоятельно реализовать появившиеся у них новые оригинальные и перспективные разработки.

Дорога в коммерческий банк для них чаще всего закрыта по нескольким причинам. Во-первых, многие инновационные проекты начинают приносить прибыль не раньше, чем через три-пять лет, а то и позднее, а значит подобные кредиты должны быть рассчитаны на долгосрочную перспективу. Но тогда они “повиснут” на балансе банка и будут портить его финансовые показатели. Во-вторых, для таких кредитных учреждений, как банки, слишком высока степень сопутствующего финансового риска. В-третьих, банки обязательно потребуют предоставления залога или гарантий и уже самому предпринимателю, даже если он обладает каким-никаким состоянием, придется задуматься о том, стоит ли рисковать своим благополучием и благополучием своей семьи ради “журавля в небе”.

Однако не следует думать, что инвесторы венчурного капитала идут навстречу предпринимателю исходя из альтруистических убеждений. Скорее наоборот, интерес инвесторов как раз и состоит в том, чтобы получить от своих капиталовложений прибыль, которая будет существенно выше, чем при размещении свободных финансовых ресурсов на банковских депозитах или их вложении в государственные ценные бумаги с фиксированным доходом.

Например, по опубликованным в середине 80-х годов данным обследования 38 американских фондов, специализировавшихся на осуществлении рисковых капиталовложений, их средняя норма прибыли до налогообложения составляла в 1970-1974 гг. 23,4 % в год, в 1975-1980 гг. – 32,5 % в год, в 1984 году (последний год, который учитывался в данном обследовании) – 40 %.2 Это очень высокие по меркам реальной рыночной экономики показатели, намного превышавшие аналогичные показатели для обрабатывающей промышленности США на том же отрезке времени.

Поэтому до принятия окончательного решения об участии в венчурном финансировании конкретных идей и разработок проводится большая предварительная работа по изучению уровня подготовки и личных качеств предпринимателя, анализу представленного бизнес-плана, оценке сопутствующих рисков и возможных путей их уменьшения. На это нацелена отработанная за многие годы на практике технология отбора и сопровождения рисковых инвестиционных проектов, вобравшая в себя рекомендации науки управления, личный опыт и интуицию профессионалов венчурного бизнеса.

Некоторые важные аспекты этой технологии будут подробнее обсуждаться ниже. Пока же отметим только то, что активное участие инвесторов в управлении финансируемыми проектами на всех этапах их осуществления, начиная с экспертизы еще “сырых” предпринимательских идей и заканчивая обеспечением ликвидности акций вновь созданной фирмы, представляет собой второе принципиальное отличие венчурного бизнеса от обычных операций по выдаче коммерческих кредитов.

Наконец, третье принципиальное отличие связано с тем, что венчурные фонды, как ни один другой инвестор (разве что за исключением государства) готовы вкладывать средства в новые наукоемкие разработки. Даже тогда, когда им сопутствует высокая степень неопределенности. Ведь именно здесь скрыт самый большой потенциальный резерв получения прибыли.

Для иллюстрации приведем несколько примеров.

Первый относится к сравнительно молодой области НИОКР – генной инженерии. Как известно, первые работы по созданию рекомбинантных молекул ДНК были опубликованы в 1972-1974 гг. Новая технология позволила объединять в одну биологически активную молекулу фрагменты ДНК различного происхождения, открыв тем самым возможность создания микроорганизмов и клеточных культур с заранее запрограммированными в лаборатории на генетическом уровне свойствами.

В 1976 году один из разработчиков этой технологии, впоследствии лауреат Нобелевской премии, Р.Бойер совместно с молодым менеджером Р.Свенсоном внесли по 500 долларов и зарегистрировали новую фирму “Джинентек” для коммерциализации результатов научных исследований. Когда 14 октября 1980 года эта фирма, получившая весомую поддержку со стороны венчурного капитала, впервые выпустила в продажу свои акции, их цена на бирже подскочила за 20 минут с 35 до 89 долларов за акцию. В итоге каждый из учредителей стал владельцем состояния в 82 млн. долл.3 Не менее весомая прибыль досталась и их инвесторам.

В последние годы хорошую отдачу приносят инвестиции в разработку программного обеспечения. Во всем мире известна благодаря операционным системам DOS и WINDOWS американская компания “Майкрософт”, созданная два десятилетия тому назад 19-летним Билом Гейтсом, который стал сегодня одним из самых богатых людей в мире. Вот два совсем свежих примера. 4

Курс акций специализированной в области компьютерной анимации фирмы “Пиксар Энимейшн Студьо” вырос в первый день размещения с 22 до 39 долл. Владельцу контрольного пакета акций этой фирмы, известному американскому предпринимателю Стивену Джобсу (одному из создателей первых компьютеров серии “Макинтош” и учредителей фирмы “Эппл компьютерс”) удалось разместить в первый же день 80 % эмиссии и собрать благодаря этому 1,1 млрд. долл.

Акции первичного размещения разработчика программного обеспечения для ИНТЕРНЕТа корпорации “Нетскейп Комьюникейшнс”, стоившие в августе 1995 года 28 долларов, в декабре того же года выросли в цене до 171 долл. И это – в условиях перенасыщенного акциями американского рынка!

Заманчивые идеи коммерческого использования новых научных разработок и специализированные фирмы для их реализации нередко возникают на базе крупных исследовательских учреждений и университетов при самом непосредственном участии ведущих ученых. Вокруг таких центров обычно наблюдается повышенная концентрация венчурного капитала. Не случайно он сыграл такую заметную роль в формировании известных научных парков США: Кремниевой Долины в районе Стенфордского университета и Шоссе № 128 в районе Гарвардского университета и Массачусетского технологического института.

Сказанное вовсе не означает, что венчурный бизнес “завязан” на сферу НИОКР. Инвесторы рискового капитала не только постоянно следят за тенденциями развития науки и техники, но и реагируют на малейшие изменения в экономической политике и конъюнктуре рынка. Свидетельством этому служит структура распределения венчурного капитала и наблюдаемые в ней время от времени динамичные сдвиги.

Так, в США всего за 5 лет с 1980 по 1984 гг. доля рисковых капиталовложений в области энергетики сократилась с 20 до 2 %. Причина такого изменения – снижение мировых цен на энергетические ресурсы и отказ правительства Р.Рейгана от энергетической программы предыдущей администрации. В то же время доля рисковых капиталовложений, связанных с производством и совершенствованием вычислительной техники, увеличилась с 26 до 43 %. Это можно объяснить в значительной степени началом широкого распространения персональных компьютеров.

Во второй половине 80-х годов в области микроэлектроники, информатики, вычислительной техники и связи было сосредоточено более 60 % рискового капитала США. В начале 90-х годов американские венчурные фонды активно вкладывали свои средства в разработку программного обеспечения, вычислительную технику, телекоммуникационное и медицинское оборудование.

В это же время в странах Западной Европы инвесторы рискового капитала отдают предпочтение более традиционным проектам в обрабатывающей промышленности, сфере услуг, выпуску потребительских товаров и продукции производственного назначения.

**Минимизация финансовых рисков в процессе выбора организационных форм рисковых капиталовложений**

Как уже отмечалось выше, развитие венчурного бизнеса как особой формы финансового предпринимательства шло по пути выработки организационных форм и механизмов снижения риска отдельных инвесторов. Эволюция различных подходов к осуществлению рисковых капиталовложений иллюстрируется на Рис. 1.

Простейшая организационная форма допускает прямое финансирование инвестором заинтересовавшего его предпринимательского проекта (Рис.1а). Такая форма связана с наибольшим финансовым риском, однако обещает инвестору при успешном завершении проекта и самые высокие прибыли. В случае научно-технических проектов она используется на практике, главным образом, крупными инвесторами, да и то на более поздних и менее рискованных стадиях инновационного цикла.

Как показывают специально проводившиеся исследования, в процессе выработки инвестиционных решений фактор риска обычно перевешивает фактор потенциальной выгоды. Поэтому инвесторы рискового капитала предпочитают диверсифицировать свои усилия, разделяя финансовый риск и получаемую в конечном итоге прибыль.

Подобная диверсификация может осуществляться в нескольких основных формах.

Во-первых, опытный инвестор не доверит все средства одному предпринимателю, а распределит их между небольшим числом различных проектов (Рис.1б). Благодаря этому заранее допускаемый неудачный исход одного или нескольких капиталовложений будет скомпенсирован за счет других, более успешных инвестиций. Практика показывает, что несмотря на самый тщательный отбор, из каждых 10 начатых проектов примерно 4-5 заканчиваются полной неудачей, 3-4 приводят к появлению жизнеспособных, но не приносящих заметной прибыли фирм и только 1-2 проекта дают действительно блестящие результаты, ради которых, собственно говоря, и существует венчурный бизнес. Именно благодаря таким успешно реализованным проектам обеспечивается в среднем высокая норма прибыли инвесторов.

Во-вторых, инвесторы рискового капитала могут пойти на совместное финансирование каких-то крупных и перспективных предпринимательских проектов (Рис. 1в). Помимо уменьшения суммы, которой рискует каждый отдельный инвестор, это создает общую заинтересованность в успешном завершении проекта и обеспечивает в ряде случаев эффект синергии от объединения специальных знаний, деловых связей и управленческого опыта.

В-третьих, может быть создан совместный венчурный фонд, от имени которого будут осуществляться рисковые инвестиции (Рис. 1г). Такие фонды, получившие весьма широкое распространение, имеют статус финансового партнерства с ограниченной ответственностью. Их участники получают прибыль и несут убытки пропорционально вложенным средствам. В США насчитывается, по разным оценкам, от 400 до 600 подобных фондов. На их долю приходится, по опубликованным оценкам, более 75 % рискового капитала.

Суммарный объем венчурного фонда обычно оговаривается при его формировании и находится в пределах 5-10 млн. долларов, хотя в отдельных случаях может достигать и более крупных размеров. Взносы отдельных участников составляют, как правило, от 200 до 750 тыс. долл.

Осуществление финансовых операций в условиях повышенного риска предъявляет особые требования к управлению инвестициями. В этой связи развитие венчурного бизнеса с самого начала было связано с формированием института профессиональных управляющих, получающих специальное вознаграждение по результатам своей деятельности.

Широкое распространение получили специализированные венчурные фирмы, которые берут на себя управление одним или несколькими фондами рискового капитала. Часто такие фирмы, уже зарекомендовавшие себя в глазах инвесторов как умелые и надежные партнеры, выступают инициаторами формирования новых фондов. Услуги по управлению ежегодно оплачиваются в размере 2-3% от общего объема фонда рискового капитала в течение 7-12 лет, на которые рассчитано существование фонда.

После реализации программы рисковых капиталовложений и продажи ценных бумаг новых предпринимательских фирм полученный венчурным фондом доход делится между его участниками в соответствии с первоначальным взносом. Исключением является управляющая венчурным фондом фирма, доля которой может в соответствии с заключенным контрактом доходить до 20-30% от прибыли, даже если ее первоначальный финансовый взнос составлял только 1% от суммарного объема средств, аккумулированных в фонде.

Минимизация финансовых рисков в процессе отбора предпринимательских проектов для венчурного финансирования

Важное место в деятельности инвесторов рискового капитала занимает процесс поиска и отбора новых перспективных идей и проектов, успешная реализация которых принесет наибольшую прибыль. От того, насколько верным окажется сделанный выбор, зависит не только судьба достаточно крупных долгосрочных капиталовложений, но и масштабы дальнейших усилий инвесторов по организационно-управленческой поддержке финансируемых проектов, включая дополнительные затраты в случае возникновения незапланированных трудностей. Не удивительно поэтому, что этой проблеме уделяется самое серьезное внимание.

Предложения участвовать в финансировании проекта на разных стадиях его осуществления (см. следующий раздел) обычно поступают к венчурным фондам от самих предпринимателей. Нередко с такими предложениями обращаются другие венчурные фонды, заинтересованные в разделении финансового риска и проведении совместной экспертизы проекта. Для облегчения контактов между предпринимателями и инвесторами рискового капитала в последнее десятилетие получили распространение специализированные базы данных и информационные службы.

По результатам исследования, выполненного в середине 80-х годов для конгресса США, американские венчурные фонды получали в среднем за год от начинающих новое дело предпринимателей примерно 470 формальных предложений, т.е. фактически более одного проекта в день. Из этого количества предложений отбиралось не более одной девятой части, причем прослеживалась такая закономерность: чем больше размер венчурного фонда, тем больше поступающих ему от предпринимателей предложений и тем тщательнее осуществляется отбор проектов для финансирования. 5

Следует однако подчеркнуть, что в любом случае процесс принятия решения занимал в среднем от 52 до 60 дней, т.е. не более двух месяцев. За это сравнительно короткое время принималось ответственное решение, на основе которого делались капиталовложения на срок от 3 до 10 и более лет без всякой предварительной гарантии их возвращения.

**Каким образом строится процесс принятия решения?**

Если предлагаемый проект находится на самом начальном этапе осуществления, полезная для принятия решения информация крайне ограничена и к тому же отличается большой степенью неопределенности. Обычно такая информация готовится самим предпринимателем в форме бизнес-плана.

После регистрации поступивших предложений проводится их быстрая оценка, в ходе которой сразу отбрасывается более половины проектов. Оставшаяся часть проходит короткую проверку и сопоставление по степени приоритетности.

Только после этого проводится встреча с предпринимателями, выдвинувшими наиболее интересные предложения. Инвесторам важно выяснить уровень подготовки, управленческие навыки, будущие намерения создателей новой компании, а также реально необходимый объем рисковых капиталовложений.

Получив и проанализировав необходимые сведения, венчурный фонд делает предпринимателю контрпредложение, в котором выдвигает свои условия участия в финансировании предлагаемого проекта. Затем начинается работа по согласованию взаимоприемлемых условий. В дополнение к этому инвесторы организуют сбор информации, всесторонне характеризующей будущих партнеров.

Согласно проводившимся оценкам, процедура анализа и отбора перспективных предложений занимает около 30 % времени инвесторов рискового капитала.

Представляет интерес вопрос о критериях, которыми руководствуются инвесторы при оценке поступающих предложений на основе контент-анализа бизнес-плана. Специально проводившиеся исследования американских ученых показывают, что при оценке предпринимательских инновационных проектов на первом месте обычно стоит критерий, отражающий уровень квалификации и практический опыт управленческого персонала создаваемой под конкретный проект фирмы. Этот вывод подтверждается многими специалистами. Более того, при шкалированных оценках критерий качества управления находится обычно в области абсолютных значений показателя степени важности. Таким образом, инвесторы рискового капитала ставят успешную реализацию проекта в прямую зависимость от организационно-управленческих навыков инициаторов проекта.

Подобный подход имеет под собой реальную основу. Успех или неудача инновационного, да и любого другого нетривиального проекта во многом определяется правильностью выбора стратегии и тактики продвижения нового товара на рынке, умением подобрать и сплотить коллектив единомышленников, заинтересовать их в конечных результатах работы. Менеджеры инновационной фирмы должны одновременно сочетать в себе такие полярные качества, как твердость и гибкость в процессе достижения поставленных целей, готовность к риску и скурпулезный расчет принимаемых решений, совершенное знание как технической, так и правовой стороны дела. Не случайно поэтому венчурные фонды обычно отдают предпочтение тем предпринимателям, которые уже имеют положительный опыт руководства аналогичными проектами.

Большое внимание при анализе бизнес-плана придается и таким критериям, как будущая норма и масса прибыли инвесторов, а также наличие у нововведения рыночной ниши с высоким потенциалом роста. Любопытно, что по данным некоторых опубликованных исследований, технические аспекты предлагаемого нововведения не вызывают у инвесторов такого большого интереса. Это обстоятельство можно объяснить тем, что венчурные фонды вполне доверяют компетенции предпринимателей в специальных вопросах. Залогом такой компетенции нередко служит высокая доля участия в финансировании рисковых проектов самими учредителями новой фирмы. Вместе с тем, как уже отмечалось ранее, инвесторы пристально следят за тенденциями развития науки и техники, реагируют на малейшие изменения в экономической политике государства и конъюнктуры рынка.

В целом проанализированные специалистами количественные данные показывают, что факторы ожидаемого риска влияют на процесс принятия решения сильнее, чем факторы, характеризующие ожидаемую прибыль. Это хорошо согласуется с расстановкой критериев оценки поступающих предложений самими венчурными фондами.

Минимизация финансовых рисков в процессе венчурного финансирования инновационных проектов

Одна из наиболее интересных особенностей венчурного механизма заключается в поэтапном финансировании рисковых предпринимательских проектов (Рис. 3). Разделение финансовых потоков по этапам вызвано как стремлением снизить финансовый риск инвесторов в случае отклонения от намеченного плана реализации проекта, так и необходимостью привлечения дополнительных средств по мере успешного продвижения вперед к поставленной цели.

Первым этапом большинства новых проектов является достартовое финансирование (seed). В этот момент предпринимателю требуется финансовая поддержка для проведения работ по теоретическому и практическому обоснованию коммерческой значимости своей идеи. Он сам или небольшой коллектив под его руководством осуществляет предварительные исследования и разработки, оценивает потенциальный рынок для новой продукции, готовит план деятельности будущей фирмы (“бизнес-план”). Этап достартового финансирования может длиться от нескольких месяцев до одного года и в среднем требует капиталовложений в размере до 300 тыс. долларов. Это наиболее рискованные инвестиции, поскольку достоверная информация, позволяющая определить жизнеспособность предлагаемого проекта, практически отсутствует. Согласно одной из оценок, в конце рассматриваемого этапа отбрасывается около 70% новых идей. В то же время принятые идеи приносят инвесторам, вошедшим в дело на этапе достартового финансирования, наиболее высокую прибыль – по разным оценкам от 50 до 75 % годовых.

Если первый этап завершается успешно, наступает этап стартового финансирования (start up), на котором практически завершается работа по организации новой фирмы и подбору ее основных сотрудников, близятся к окончанию разработка и испытание прототипа нового продукта, технологии или вида услуг, а также проводится изучение потребностей рынка. Руководители фирмы уже располагают формальным бизнес-планом, который служит основой для переговоров с новыми инвесторами рискового капитала – фирма нуждается в финансовых средствах для того, чтобы приступить к выпуску и реализации своей продукции. В некоторых случаях бывают необходимы расходы на проведение дополнительных исследований и разработок. Этап стартового финансирования занимает от полугода до нескольких лет и обычно обходится инвесторам в сумму от 1 до 3 млн. долларов. Из-за высокой степени риска часто практикуются совместные капиталовложения нескольких инвесторов венчурного капитала.

Этап начального расширения (early expansion) связан с переходом инновационной фирмы к практической деятельности по выпуску нового вида продукции или коммерческому освоению нового вида услуг. В это время фирма нуждается в рекламе, укреплении своей репутации у потребителей, преодолении конкуренции, создании сети сбыта товарной продукции, организации и совершенствовании управления производством. Прибыли от реализации продукции еще не обеспечивают на этом этапе необходимых финансовых возможностей для дальнейшего роста, уплаты текущих расходов и создания оборотных фондов. В то же время имеющиеся активы фирмы не служат надежной гарантией для получения кредитов от коммерческих банков. Таким образом, предприниматели снова вынуждены прибегать к услугам инвесторов рискового капитала. Этап начального расширения может занять несколько лет и требует для обеспечения нормальной деятельности новой фирмы нескольких миллионов долларов. Поэтому в финансировании нововведений здесь обычно принимают участие несколько венчурных фондов.

Если этап начального расширения завершается успешно, за ним следует этап быстрого расширения (rapid growth), на котором новой фирме необходимы значительные средства для увеличения производственных мощностей, оборотного капитала, улучшения системы сбыта, а также для совершенствования выпускаемой продукции.

После того, как новая фирма достигла стадии быстрого расширения и стала приносить прибыль, вероятность ее банкротства существенно уменьшается. Теперь она может воспользоваться заемными средствами из традиционных финансовых источников. Привлечение новых инвесторов рискового капитала, как правило, прекращается. Подготавливаются условия для выпуска акций новой фирмы на рынок ценных бумаг. Подготовительный этап (mezzanine) может потребовать до трех месяцев и расходов на уровне 300 тыс. долларов и более.

Конечной целью инвесторов венчурного капитала является наступление этапа ликвидности (liquidity stage), т.е. продажа полученных в обмен на инвестиции акций предпринимательской фирмы какой-нибудь заинтересованной крупной компании или их первичное размещение на фондовом рынке. Для облегчения продажи акций новых фирм, еще не имеющих прочной репутации у широкого круга потенциальных покупателей, в США сложился внебиржевой рынок ценных бумаг (официально именуемый Системой автоматической котировки Национальной ассоциации биржевых дилеров – NASDAQ). Условия выхода на него проще по сравнению с традиционными фондовыми биржами, например, Нью-Йоркской, поэтому мелкие и средние фирмы ориентируются в большинстве случаев именно на этот рынок. В 1994 году здесь котировалось 4902 компании, в то время как на Нью-Йоркской фондовой бирже почти вдвое меньше – 2570 компаний7 . Рынок NASDAQ не локализован в каком-то определенном месте и оперирует ценными бумагами на территории всей страны. Для обработки и распределения необходимой информации широко используется компьютерная сеть, а сделки между брокерами осуществляются по телекоммуникационным каналам.

Рисковые капиталовложения нашли применение также для приобретения контроля над новыми фирмами или корпорациями через замену их руководства в том случае, если из-за слабости или некомпетентности управленческого персонала не удается должным образом раскрыть имеющиеся возможности. Может быть и обратная ситуация: управляющие хотят с помощью венчурного капитала выкупить часть принадлежащих инвесторам акций и укрепить тем самым свои позиции внутри фирмы или обеспечить отделение от крупной корпорации какого-нибудь второстепенного с точки зрения долгосрочной стратегии корпорации филиала.

Основная часть рисковых капиталовложений (примерно две трети) обычно приходится на первые три этапа венчурного финансирования. Хотя эти капиталовложения связаны с наибольшим риском, они, как правило, приносят самую высокую норму прибыли в случае успешной реализации проектов.

Продолжительность полного цикла рисковых капиталовложений в одну фирму находится в очень широких пределах. Известны примеры, когда с момента зарождения фирмы до ее регистрации на бирже проходило менее 3-х лет. Однако в большинстве случаев этот срок занимает 5-10 лет. Таким образом, непременным условием рисковых капиталовложений является предоставление финансовых средств без выплаты процентов и погашения долга в течение достаточно длительного периода времени.

**Источники венчурного капитала**

Кто подпитывает деньгами венчурный бизнес? Структура источников венчурного капитала отличается сильной страновой спецификой, что является следствием особенностей законодательного регулирования разных государств и укоренившимися в финансовой сфере нормами.

По статистике США это прежде всего пенсионные фонды, получившие в 1979 году право вкладывать очень ограниченную часть своих средств в инвестиционные проекты с повышенной степенью риска. С тех пор пенсионные фонды стали самым стабильным американским источником рискового капитала, обеспечивающим почти половину всех новых поступлений, чему в немалой степени способствуют действующие льготы по налогообложению прибыли.

Среди источников венчурного капитала стабильное место также занимают промышленные и торговые корпорации, страховые компании, различные фонды. Заметную роль в венчурном бизнесе США играют физические лица. Помимо материального интереса, нередко побудительным мотивом для них является желание поддержать своих близких или просто знакомых предпринимателей, начинающих новое дело. Условия помощи могут быть в последнем случае менее жесткими и более выгодными, чем у организованных профессионалов венчурного бизнеса. Вероятно в силу этого крупных индивидуальных инвесторов рискового капитала окрестили в предпринимательской среде “ангелами”. Следует также отметить, что немалая доля средств в американские венчурные фонды поступала во второй половине 80-х – начале 90-х годов от зарубежных, в частности, японских инвесторов (ежегодно примерно от 10% до 15%).

В странах Западной Европы список участников венчурных фондов несколько шире. Его дополняют государственные учреждения, коммерческие и клиринговые банки, университеты и прочие источники. Наиболее характерная особенность стран Западной Европы по сравнению с США – более высокий удельный вес в венчурном бизнесе банковских структур. Например, в Германии на долю банков в середине 90-х годов приходилось больше половины всего работающего в стране рискового капитала. Этим отчасти объясняется преимущественная ориентация западноевропейских инвесторов на более традиционные и менее рискованные предпринимательские проекты.

Необходимо особо выделить участие в венчурном бизнесе крупных промышленных компаний. Многие из них заинтересованы в использовании механизмов рискового финансирования не для получения дополнительного дохода, который в любом случае несопоставим с доходами от их основной производственной деятельности, а прежде всего – для достижения целей выбранной в современных условиях стратегии научно-технического развития.

Внося относительно небольшие средства в освоение новых проектов малых инновационных фирм, крупные компании получают доступ к новой технологии и одновременно могут позволить себе отложить до поры до времени организацию аналогичных исследований и разработок в собственных лабораториях. Это немаловажное обстоятельство, учитывая что расходы на НИОКР многих крупнейших американских, японских и западноевропейских компаний уже перевалили рубеж 1 млрд. долл. в год.

Надо также учитывать то обстоятельство, что крупные компании вынуждены отслеживать новые перспективные разработки в сфере малого бизнеса. Иначе ими могут неожиданно воспользоваться потенциальные конкуренты и это нарушит нежелательным образом сложившееся на рынке в данный момент равновесие.

Просматриваются три основные организационные формы рисковых капиталовложений, которые преимущественно используются крупными промышленными корпорациями.

Первая – прямое венчурное финансирование деятельности мелких инновационных фирм. Как уже отмечалось выше, эта форма сопряжена с наибольшим финансовым риском, однако обещает и более высокую отдачу, будь то размер приобретаемого пакета акций или возможность получить в дальнейшем контроль над новой фирмой в случае коммерческого успеха или технологического прорыва. Данная организационная форма венчурного бизнеса широко применялась во второй половине 70-х годов крупными химическими и фармацевтическими компаниями для поддержки проектов новых фирм, специализировавшихся на использовании методов генной инженерии в области биотехнологии.

Вторая форма предусматривает создание квазисамостоятельного дочернего венчурного фонда за счет средств корпорации. Его управляющие являются служащими корпорации или нанимаются из числа квалифицированных специалистов в области венчурного бизнеса. Наряду с определенными преимуществами этот путь создает для корпорации некоторые дополнительные проблемы. При относительной автономии венчурного фонда требуется тщательное согласование его инвестиционной политики со стратегическим курсом развития корпорации. Иногда возникают трудности с выбором между альтернативными инвестиционными проектами. Кроме того, материнская компания часто бывает вынуждена оказывать различные виды помощи создаваемым при финансовом участии дочернего фонда малым фирмам.

Наконец, третья основная форма участия крупных компаний в венчурном бизнесе представляет собой вхождение в качестве партнера с ограниченной ответственностью в те “независимые” по американской терминологии венчурные фонды, которые создаются и управляются профессионалами рисковых капиталовложений. Эта форма не требует больших инвестиций и специфичных для данного рода деятельности навыков управления. Вместе с тем она облегчает доступ к разработкам 10-15 поддерживаемых каждым фондом мелких фирм и, кроме того, дает возможность быть в курсе тех проектов, которые рассматриваются, но затем по различным причинам отвергаются управляющими венчурных фондов. Помимо этого, корпорации получают возможность ближе познакомиться с деловыми качествами отдельных управляющих, ученых, инженеров или изобретателей с тем, чтобы переманить некоторых из них в свои научные лаборатории и производственные подразделения. Недостаток этой организационной формы рисковых капиталовложений с точки зрения крупной компании – ее пассивный характер. Возможности вмешательства в деятельность венчурного фонда лимитированы рамками участия в партнерстве, что не позволяет контролировать в должной мере инвестиционную политику управляющих.

Перспективы использования механизмов венчурного (рискового) финансирования в российских экономических условиях

Внимание автора к изучению механизмов венчурного бизнеса впервые привлек в 1984 году ныне покойный известный специалист в области экономики научно-технического прогресса профессор В.И.Громека, руководивший тогда лабораторией в Институте системных исследований Академии наук (ВНИИСИ). С тех пор автор посвятил этой теме более двадцати своих публикаций в печати и ряд выступлений в самых разных аудиториях.

Всякий раз после очередного выступления кто-то обязательно задавал вопрос о возможности применения этих механизмов в отечественных условиях. К сожалению, каждый раз приходилось отвечать на этот вопрос отрицательно. Так было, например, в начале перестройки в 1985 г., когда проблема интенсификации научно-технического прогресса для вывода экономики из кризиса поднималась на самом высоком уровне, но необходимые для венчурного бизнеса экономические условия полностью отсутствовали.

Так было и в 1988 году, когда в стране стали появляться первые коммерческие банки (мало кто сегодня помнит, что они создавались тогда как банки для поддержки инновационной деятельности и некоторые до сих пор сохраняют в своем названии реликтовое буквосочетание “ин”). Автору пришлось даже показать в статьях того периода, что подобные инновационные банки будут нежизнеспособны, если не начнут заниматься традиционным для банков коммерческим кредитованием.

Так было и в 1992 году, когда начавшаяся в России радикальная экономическая реформа открыла дорогу развитию предпринимательской инициативы, но еще не существовало цивилизованного фондового рынка.

Так было и в 1994-1995 гг., когда заходивший временами за отметку 20 % в месяц уровень инфляции делал любые инвестиции на срок больше нескольких недель экономически бессмысленными.

Лишь сегодня можно с определенной осторожностью говорить о том, что в России, наконец, складываются условия, позволяющие, при сохранении политической и экономической стабильности, надеяться на успешную адаптацию венчурного механизма в ближайшие годы.

Первые шаги в этом направлении уже сделаны. Правда пока в основном не российскими предпринимателями, а Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР) и другими международными финансовыми институтами. И не в области финансирования инициативных предпринимательских проектов, а в целях вывода из кризиса и повышения эффективности работы приватизированных предприятий. Впрочем, это тоже одно из традиционных направлений венчурного бизнеса.

Но, как говорится, лиха беда начало. Уже появились сообщения о создании венчурного фонда, опирающегося на средства крупных российских банков. По данным печати, проявляют интерес к венчурному бизнесу Мосбизнесбанк, Московский индустриальный банк, Связь-банк, Петербургский инвестиционно-финансовый холдинг “Ленстройматериалы” и другие. В декабре 1997 г. стало известно о создании в России первого венчурного фонда с государственным участием для поддержки научно-технических проектов и привлечения частного капитала в развитие высоких технологий под государственные гарантии. Хотя активная роль и непосредственное участие государства в этом проекте порождает немало вопросов и критических суждений, важен сам факт движения вперед в том направлении, которым двигаются другие индустриально развитые страны.

Теперь многое будет зависеть от первых результатов деятельности инвесторов рискового капитала. А так же от того, насколько эта деятельность найдет понимание и получит поддержку в органах власти. Ведь без благоприятных условий и, в частности, как показывает мировой опыт, без определенных налоговых льгот для долгосрочных инвестиций с высокой степенью риска, венчурный бизнес очень быстро увянет, как цветок на морозе.

Здесь уместно вспомнить, как увеличение в США в ходе налоговой реформы 1969 года ставки налога на прирост капитала в результате операций с ценными бумагами с 25 до 49,1 % в считанные годы свело фактически на нет американский рынок венчурного капитала. Только снижение ставки этого налога сначала до 28 % в 1978 году, а затем до 20 % (для индивидуальных инвесторов) в 1980 году и снятие ограничений на рисковые инвестиции для пенсионных фондов позволило в начале 80-х годов изменить ситуацию в лучшую сторону.

Кроме того, необходимо резко снизить ставку рефинансирования (на момент завершения этой статьи она выросла до 42%) при сохранении инфляции на уровне менее 1% в месяц. Нужно восстановить доверие граждан к корпоративным ценным бумагам и фондовому рынку в целом, сделать этот рынок более прозрачным и демократичным.

Это хорошо понимают пионеры венчурного бизнеса в России, которые объединились в марте 1997 года в Российскую ассоциацию венчурного финансирования (РАВИ). В качестве главной ее задачи провозглашается лоббирование интересов венчурного капитала в Думе и Правительстве, в том числе, – подготовка проекта закона “О венчурном инвестировании”.

О том, насколько развитие венчурного бизнеса выгодно экономике, свидетельствует хотя бы тот факт, что в США только за период с 1990 по 1995 гг. частные инвесторы вложили около 130 млрд. долл. в развитие новых перспективных фирм, впервые предложивших свои акции на фондовом рынке. Эти средства инвестируются, как правило, в расчете на рост курсовой стоимости в течение длительного периода. Они не будут лежать в “чулке” или давить на бюджет через рынок государственных облигаций, а станут работать на развитие производства.

Хотелось бы надеяться, что уже скоро благодаря развитию венчурного механизма наши научные работники и инженеры оставят мысли о заработке на жизнь в качестве челноков или в составе бригад строителей в свободное от основной работы время и смогут позволить себе “роскошь” заниматься своим прямым делом, способствуя экономическому росту и процветанию России.