

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ  
ФЕДЕРАЦИИ

Кафедра “Ценные бумаги и биржевое дело”

Работа допущена к защите:

зав. кафедрой

проф. Миркин Я.М.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

Пулы независимых инвесторов в акции: мировая практика и перспективы  
развития в России

Студента 5 курса

группы к5-6

института Кредита

Горского А.И.

Научный руководитель:

проф. Миркин Я.М.

Руководитель от

кафедры “АИТ”:

доц. Литвиненко А.Ф.

**МОСКВА, 2000 Г.**

**СОДЕРЖАНИЕ**

**ВВЕДЕНИЕ**

**СЕКЦИЯ ОДИН**

<b>Предисловие</b>	<b>v</b>
<b>Определение и терминология</b>	<b>v</b>
<b>Актуальность исследования</b>	<b>vii</b>
<b>Структура работы</b>	<b>viii</b>

**ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ**

**СЕКЦИЯ ДВА**

<b>Фонды прямого инвестирования и венчурный бизнес в США</b>	<b>2-1</b>
Предыстория	2-1
Финансовые показатели венчурного бизнеса	2-1
Стадии инвестирования	2-4
<b>Структурное развитие отрасли прямых инвестиций</b>	<b>2-6</b>
Венчурные инвесторы	2-8
Отраслевые предпочтения венчурного бизнеса	2-10
Стратегии выхода	2-13
<b>Краткие выводы</b>	<b>2-16</b>

**МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ**

**СЕКЦИЯ ТРИ**

<b>Организация пула независимых инвесторов</b>	<b>3-1</b>
Структура фонда	3-1
Срок жизни фонда	3-4
Определение вознаграждения вторичных инвесторов	3-5
Деятельность генерального партнера - типовые ограничения	3-8
Ограничения, относящиеся к общему управлению фондом	3-9

**СОДЕРЖАНИЕ**

Ограничения, относящиеся к деятельности генерального партнера	3-12
Ограничения, относящиеся к типам инвестиций	3-14
<b>СЕКЦИЯ ЧЕТЫРЕ</b>	
<b>Деятельность ФПИ по размещению средств первичных инвесторов</b>	<b>4-1</b>
<b>Принятие инвестиционных решений: специфичные проблемы</b>	
<b>и модельные решения</b>	<b>4-2</b>
Неопределенность и несимметричное распределение информации	4-3
Модельные решения	4-5
<b>Технология венчурного бизнеса</b>	<b>4-7</b>
Источники информации	4-7
Инвестиционное предложение	4-9
Обоснование инвестиционного проекта	4-11
Совместное проживание	4-13
<b>СЕКЦИЯ ПЯТЬ</b>	
<b>Роль автоматизированных систем планирования ресурсов предприятия</b>	
<b>при мониторинге деятельности портфельных компаний и повышении</b>	
<b>эффективности управления на примере</b>	
<b>ERP системы JD Edwards One World</b>	<b>5-1</b>
<b>Краткое описание системы</b>	<b>5-1</b>
<b>Описание функциональности</b>	<b>5-2</b>
<b>Техническая поддержка и архитектура</b>	<b>5-7</b>
<b>Подготовка к реализации проекта</b>	<b>5-7</b>
<b>Реализация проекта</b>	<b>5-9</b>
<b>Особенности и слабые места системы JD Edwards,</b>	
<b>выявленные в ходе проекта</b>	<b>5-10</b>
<b>Вклад JD Edwards в увеличение стоимости портфельной компании</b>	<b>5-11</b>

**ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ**

**СОДЕРЖАНИЕ**

**СЕКЦИЯ ШЕСТЬ**

<b>Фонды прямых инвестиций в России: текущее состояние</b>	<b>6-1</b>
Зарубежные венчурные фонды в России	6-1
Фонды с государственной поддержкой	6-6
Частные фонды	6-8
Краткие выводы	6-10
Российские венчурные фонды	6-11
<b>Фонды прямых инвестиций в России - приоритеты развития</b>	<b>6-14</b>

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

**СЕКЦИЯ СЕМЬ**

<b>Краткие выводы к работе</b>	<b>7-1</b>
--------------------------------	------------

СПИСОК МАТЕРИАЛОВ, ИСПОЛЬЗОВАННЫХ В РАБОТЕ

ССЫЛКИ НА МАТЕРИАЛЫ, ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ В РАБОТЕ

Итого 89 страниц

## **ПРЕДИСЛОВИЕ**

- 1.1. Предмет исследования данной работы - совокупность процессов, связанных с осуществлением прямого инвестирования пулами независимых инвесторов в уставный капитал предприятий, не зарегистрированных на ОРЦБ.
- 1.2. Объединение независимых инвесторов в пулы производится в форме образования Фондов прямых инвестиций (Private Equity Funds).
- 1.3. Фонды прямых инвестиций (Фонды венчурного инвестирования) предоставляют среднесрочное и долгосрочное финансирование компаниям, по ряду причин не имеющим доступа к банковскому капиталу или к рынкам долгового финансирования. Фонды прямых инвестиций выступают в роли рискованных инвесторов, компенсируя высокие риски повышенным уровнем дохода.
- 1.4. Инвестиции осуществляются за счет привлеченных средств партнеров фонда. В роли партнеров могут выступать как частные лица, так и финансовые институты.

## **ОПРЕДЕЛЕНИЕ И ТЕРМИНОЛОГИЯ**

- 1.5. В силу того что венчурная индустрия является относительно молодой в инвестиционном бизнесе и имеет присущую ей специфику, понимание ключевых терминов является необходимым условием для исследования предмета данной работы.
- 1.6. *Фонд прямых инвестиций (ФПИ)* - самостоятельное юридическое лицо, создаваемое управляющей компанией фонда как правило в форме партнерства с ограниченной ответственностью. Данная организация осуществляет консолидацию капиталов генерального партнера и ограниченных партнеров. В среднем фонд осуществляет свою деятельность в течение 10 лет, но по взаимному согласию

---

## ВВЕДЕНИЕ

1

партнеров срок жизни фонда может быть продлен на несколько лет. В разных странах исторически сложились различные представления о том, что принято называть прямым инвестированием а что венчурным капиталом. В Европе эти термины в основном взаимозаменяемы в отличие от США, где венчурными принято называть инвестиции в компании на наиболее ранней (рисковой) стадии развития. В рамках данной работы термины “венчурный фонд” и “фонд прямых инвестиций” взаимозаменяемы - то есть используется европейский подход к определению ФПИ.

- 1.7. *Генеральный партнер* - партнер в партнерстве с ограниченной ответственностью, ответственный за управление повседневной деятельностью партнерства. В ФПИ в роли генерального партнера выступает венчурный капиталист или корпорация, выступающая в интересах венчурного капиталиста. Генеральный партнер как правило несет полную ответственность по обязательствам фонда.
- 1.8. *Ограниченный партнер* - инвестор в партнерство с ограниченной ответственностью. Ограниченные партнеры условиями учредительного договора отделены от повседневной деятельности по управлению фондом. Таким образом за ними остается право нести ограниченную ответственность (в рамках своего вклада) по обязательствам фонда. Тем не менее для разрешения конфликтов интересов стратегические решения в деятельности фонда подлежат согласованию и одобрению большинством ограниченных партнеров.
- 1.9. *Управляющая компания* - компания, ответственная за управление венчурным фондом с правом оценивать компании, заключать сделки, осуществлять мониторинг деятельности компаний и “выход” из них от своего имени. Как правило выступает в роли генерального партнера.

## **АКТУАЛЬНОСТЬ ИССЛЕДОВАНИЯ**

- 1.10. По данным исследования, проведенного компанией Pricewaterhouse-Coopers для Европейской Ассоциации Венчурного Инвестирования (EVCA), объем средств, аккумулированных в ФПИ в Европе по итогам 99 года составил 20,3 млрд. ECU. Объем инвестиций за аналогичный период равнялся 14,5 млрд. ECU - демонстрируя 50% рост по сравнению с показателями 1998 года.
- 1.11. По данным совместного исследования Thomson Financial and Securities data, Vannock Consulting, а также EVCA агрегированная IRR по 422 ФПИ, зарегистрированным в Европе, составила к 31 декабря 99 года за пять лет - 21,3%, за 3 года - 23,1%, за 1999 год - 30,5%.
- 1.12. По данным информационного агентства VentureOne, одного из наиболее уважаемых источников информации о развитии венчурного бизнеса в США, совокупный объем средств, аккумулированных в венчурном бизнесе, в 1999 г. составил \$175 млрд.
- 1.13. Цифры говорят сами за себя. Очевидно, что мы имеем дело с новым, стремительно завоевывающем популярность инвесторов классе финансовых активов. В то же время несмотря на впечатляющие показатели по объемам привлеченных средств, доходности и темпам роста, новые горизонты полны вопросов и неясностей. Чем обусловлен такой стремительный рост? Какие механизмы стоят за ним? Какова роль венчурных фондов, в чем особенности данного инвестиционного института и в чем его принципиальные отличия от остальных игроков на рынке капитала? Что ждет венчурную индустрию в будущем?

---

## ВВЕДЕНИЕ

1

1.14. Немаловажным вопросом является привлечение в Россию иностранных инвестиций в форме венчурного капитала, возможность адаптации Североамериканской или Европейской модели венчурного инвестирования на российской почве. Останется ли Россия в стороне от альтернативных способов среднесрочного и долгосрочного финансирования наиболее перспективных инвестиционных проектов или способны ли новые механизмы решить жизненно важный для России вопрос о привлечении средств в реальный сектор экономики? На сколько эффективны ФПИ в российских условиях?

1.15. Поиску ответа на эти вопросы посвящена данная работа.

### **СТРУКТУРА РАБОТЫ**

#### *ПЕРВАЯ ЧАСТЬ: ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС - АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ*

1.16. Процесс развития венчурной индустрии в России находится в зачаточном состоянии. По количеству ФПИ, объему привлеченных и размещенных ими средств Россию можно сравнить с Европой конца 70-ых или США начала 70-ых годов. Поэтому говоря о развитии венчурной индустрии в России, акценты смещаются скорее в область перспектив данного развития. Огромное значение при этом имеет анализ зарубежного опыта, и в первую очередь США и стран Западной Европы.

1.17. Первая часть (вторая секция) данной работы посвящена краткому анализу отрасли венчурного инвестирования в США. В настоящее время на США приходится более половины мирового объема венчурных инвестиций. Венчурные инвестиции играют огромную роль в финансировании наукоемких производств и высокотехнологичных продуктов, развитие которых за последние 10 лет привело к существенным изменениям на мировых финансовых рынках. Развитие венчурной индустрии существенным образом



---

## ВВЕДЕНИЕ

1

повлияло на феноменальный экономический рост американской экономики, во многом обязанный буму в области информационных технологий (производство компьютеров, программного обеспечения, e - business, телекоммуникации). Именно в США сформировалась первая модель венчурной индустрии, именно там был пройден тяжелый путь проб и ошибок при определении “правил игры” на рынке венчурного капитала, накопилась история и статистика, сформировался ценный опыт организации и управления ФПИ.

- 1.18. Цель первой части - на примере США и рассмотреть модель венчурного инвестирования, разобраться в значении и влиянии данной отрасли на экономическое развитие государства, определить ориентиры в развитии отрасли и дать краткую характеристику результатов развития.

### *ВТОРАЯ ЧАСТЬ: МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ*

- 1.19. Процесс частного финансирования в форме ФПИ может быть представлен в виде замкнутого цикла. Цикл начинается с организации фонда и наполнения его средствами инвесторов - партнеров фонда. Затем фонд переходит к инвестированию в тщательно отобранные компании, созданию в них дополнительной стоимости, после чего производится выход из сделки и распределение средств между партнерами фонда. Завершается цикл обновлением фонда и поиском новых средств для осуществления новых проектов.
- 1.20. Таким образом вторая часть данной работы посвящена последовательному обзору и анализу различных стадий функционирования ФПИ и состоит из трех секций.
- 1.21. Третья секция исследует вопросы связанные с созданием, структурированием и наполнением капиталом фондов прямого

---

## ВВЕДЕНИЕ

1

инвестирования. Зачастую данные фонды могут иметь сложную структуру, где масса юридических и налоговых тонкостей должны быть приняты во внимание. Структура фонда оказывает большое влияние на поведение партнеров и потенциальных клиентов. При формировании фонда важное значение имеет разрешение возможных конфликтов интересов генерального и ограниченных партнеров. При разрешении подобных противоречий основная нагрузка ложится на условия учредительного соглашения партнеров фонда, поскольку нормативная база, определяющая взаимоотношения партнеров в пулах независимых инвесторов, значительно менее отработана, чем, скажем, при осуществлении инвестиций на ОРЦБ. Первая секция работы на примере реальных, выработанных практикой статей учредительных соглашений ФПИ определяет основные подходы к разрешению данных противоречий.

- 1.22. Четвертая секция посвящена взаимоотношениям фондов с предпринимателями и компаниями, заинтересованными в привлечении венчурного капитала. Данные взаимоотношения есть суть венчурного бизнеса, на этом этапе фонды создают добавочную стоимость. На этом этапе рассматриваются четыре ключевых фактора, объясняющих причины по которым компаниям с участием венчурного капитала сложно удовлетворить свои потребности в финансировании традиционными способами. Далее мы рассмотрим шесть вариантов организационных и финансовых решений, предлагаемых венчурными инвесторами для решения данных проблем. Ключевым моментом при осуществлении вложений в портфельные компании является оценка компании - получателя средств. Очевидно, что часть акций компании, поступающая венчурному капиталисту в качестве компенсации за предоставленные средства - определяющий фактор для формирования "себестоимости инвестиций", будущих доходов и финансового результата.

---

ВВЕДЕНИЕ

1

- 1.23. Пятая секция представляет собой конкретный пример сотрудничества ФПИ и инвестируемой компании в российских условиях. Данная секция также служит для покрытия требований, предъявляемых к данной работе кафедрой автоматизации информационных технологий.

*ТРЕТЬЯ ЧАСТЬ: ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ*

- 1.24. Третья часть данной работы посвящена исследованию места и роли венчурного капитала в России.
- 1.25. В шестой секции дается описание текущего состояния венчурной индустрии в России, рассматривается деятельность российских и иностранных ФПИ на территории России.
- 1.26. В шестой секции также описываются приоритеты развития отрасли и необходимость государственной поддержки на начальном этапе развития.

*ЗАКЛЮЧЕНИЕ*

- 1.27. В седьмой секции представлены краткие выводы по работе.

## **ФОНДЫ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС В США**

- 2.1. США являются безусловными лидерами в области венчурного бизнеса. В настоящее время на США приходится более половины всего объема венчурных инвестиций в мире.

### *ПРЕДЫСТОРИЯ*

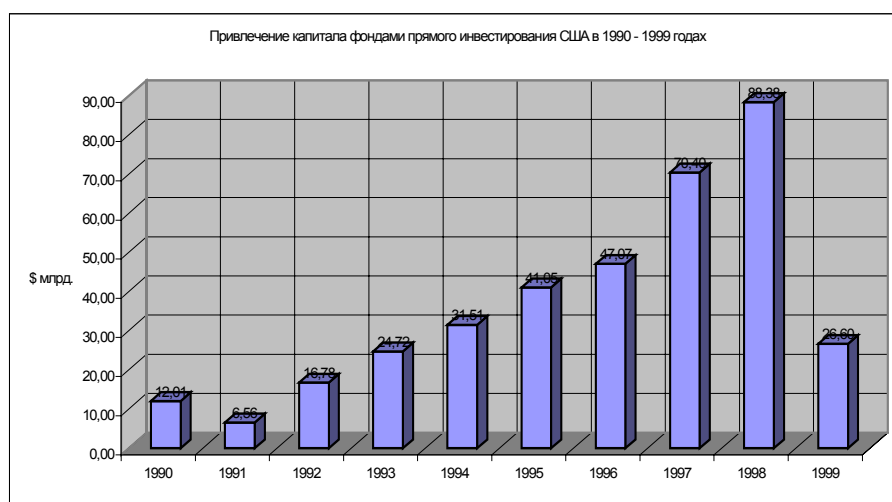
- 2.2. Современная история венчурного бизнеса началась в США на рубеже 50-х – 60-х годов с формирования небольших пулов капитала для финансирования на ранних стадиях развития малых и средних частных предприятий, ориентирующихся на разработку и реализацию перспективных передовых технологий, прежде всего, компьютерных (компании т.н. “Силиконовой долины”).
- 2.3. Венчурный бизнес является практически единственным источником финансовой поддержки малых инновационных предприятий на самых ранних стадиях существования – от идеи до выхода и закрепления их продукции на рынке. Именно поэтому венчурный капитал стал центром кристаллизации для формирования в США современной мощной индустрии прямых инвестиций.
- 2.4. “Американское сообщество венчурного капитала становится все более важным для мировой экономики, создания рабочих мест и нашей конкурентоспособности на мировом рынке. Венчурное сообщество делает сегодня инвестиции в инновационные предприятия, рост и повышение благосостояния которых мы ожидаем уже в новом тысячелетии. Эти компании определяются венчурными инвесторами как лидеры завтрашнего дня” (John H. Martinson, управляющий директор Edison Venture Fund и Президент Национальной ассоциации венчурного капитала США).

### *ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА*

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

2.5. Как любой другой, венчурный бизнес в своем развитии переживал взлеты и падения, однако общая положительная тенденция его развития подтверждает эффективность являющегося его основой сочетания современных финансовых и управленческих механизмов, опоры на потенциал высоких технологий и энергию предпринимательства.

2.6. На графике 1 приведены данные по мобилизации капитала фондами прямого инвестирования США за период с 1990 по 1999 год (первое полугодие).



2.7. рис. 1<sup>1</sup>

2.8. На графике 2 приведены данные по инвестициям, осуществленным венчурными фондами США за период с 1979 по 1999 год (первое полугодие).

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ



2.9. рис. 2<sup>2</sup>

2.10. На графике 3 приведены данные по доходности венчурного бизнеса США за период с 1980 по 1999 год (первое полугодие).



2.11. рис. 3<sup>3</sup>

2.12. Анализ данных, представленных на графике 1, позволяет сделать вывод о тенденции снижения в 1999 году объемов средств, мобилизуемых фондами прямого инвестирования США. Однако причиной этого является не снижение интереса инвесторов к венчурному бизнесу, а неготовность менеджеров (управляющих компаний) венчурных фирм к эффективному инвестированию столь значительных объемов привлеченных средств. С другой стороны, в последние годы очевиден рост объемов инвестиций (график 2), еще не достигший своего максимума.

- 2.13. Данные графиков 1 – 3 хорошо иллюстрируют влияние государственного регулирования на индустрию прямых инвестиций. В частности, в середине 80-х годов в США были отменены налоговые льготы для новых предприятий, в т.ч. компаний с венчурным капиталом. Как видно из графика 3, резко упала доходность венчурного бизнеса, что вызвало снижение с 1989 года объемов как привлекаемых, так и инвестируемых средств (графика 2 – 3). После президентских выборов 1992 ряд льгот был восстановлен, что, несомненно, явилось одной из причин нынешнего подъема венчурного бизнеса, продолжающегося уже 7 лет.
- 2.14. Наряду с достаточно высокими для США показателями доходности венчурного бизнеса в целом, весьма показательны результаты деятельности отдельных венчурных фондов и рост котировок акций наиболее удачливых компаний с венчурным капиталом. Например, самый первый венчурный фонд, образованный в США в 1961 году, инвестировал всего 3 млн. долл., через непродолжительное время вернул инвесторам около 90 млн. долл. Другой пример: в 1987 г. фонд Sequola Capital приобрел за 2,5 млн. долл. пакет акций телекоммуникационной компании Cisco Systems. Через год стоимость пакета составила 3 млрд. долл. В настоящее время также существует ряд компаний-лидеров роста котировок: по результатам последних четырех лет ценные бумаги компаний Yahoo!, Citrix и Amazon.com показали наивысшую доходность, составившую 3998%, 1490% и 1455% соответственно. В сентябре 1998 года на рынок ценных бумаг вышли акции компании с венчурным капиталом eBay. До конца года котировки акций этой компании выросли на 1240%.

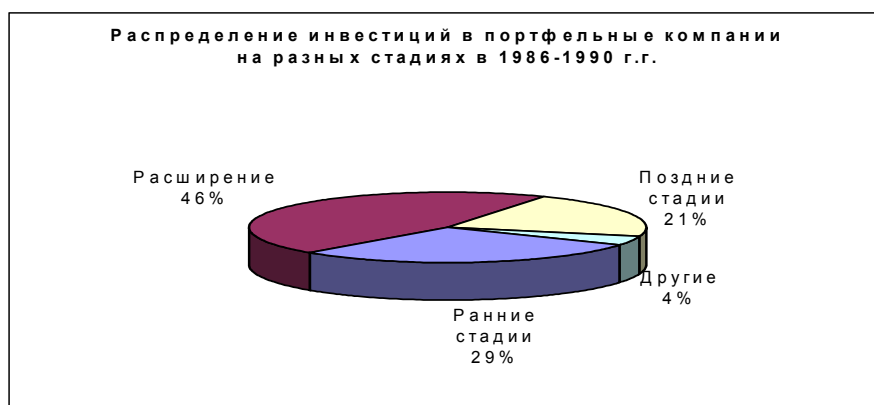
#### *СТАДИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ*

- 2.15. Венчурные инвестиции осуществляются в компании, находящиеся на различных стадиях развития. В современном венчурном бизнесе

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

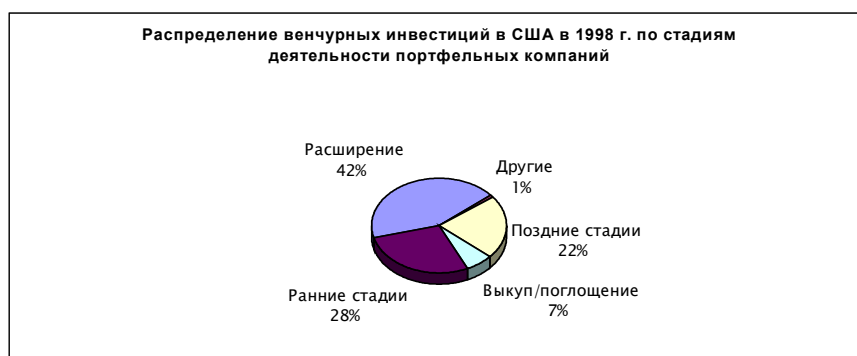
существует устойчивая терминология для определения компаний – реципиентов инвестиций и этапов инвестирования.

2.16. В зависимости от стадии инвестирования существует специализация венчурных фондов, определяемая особенностями инвестиционных технологий. В венчурном бизнесе США действуют фонды ранних стадий, фонды стадии расширения, а также фонды поздних стадий. Существуют также т.н. сбалансированные фонды (balanced funds), осуществляющие инвестиции на всех стадиях развития компаний с венчурным капиталом.



2.17. рис. 4<sup>4</sup>

2.18. На графиках 4 и 5 приведены данные по специализации венчурных фондов и объемам инвестиций по стадиям инвестирования в 1986 – 1990 г.г. и в 1998 году.

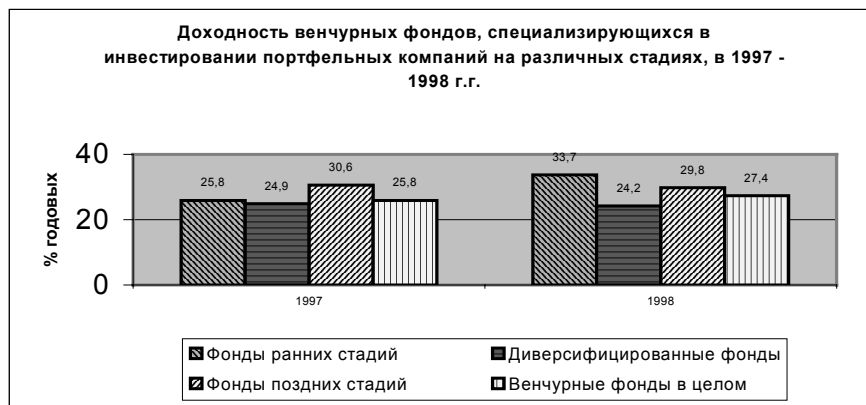


2.19. рис. 5<sup>5</sup>



ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

2.20. На графике 6 приведены данные по доходности венчурных инвестиций в 1997 – 1998 г.г. в зависимости от стадии инвестирования.



2.21. рис. 6<sup>6</sup>

2.22. Из представленных данных следует, что доминирующей стадией развития компании-реципиента, на которой венчурные фирмы предпочитают осуществлять инвестиции, является стадия расширения. Практически идентичное стадийное распределение на протяженном промежутке времени и достаточно близкие значения доходности инвестиций на различных стадиях являются подтверждением сбалансированности рынка венчурных инвестиций.

**СТРУКТУРНОЕ РАЗВИТИЕ ОТРАСЛИ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

2.23. Несомненный успех венчурного бизнеса в 60-е годы и его динамичное развитие привлекли к нему значительный интерес финансовых и управленческих кругов и потребовали создания его инфраструктуры и совершенствования взаимосвязей в отрасли прямых инвестиций в целом.

2.24. В 1973 году была образована Национальная ассоциация венчурного капитала (National Venture Capital Association - NVCA) для формирования в широких кругах понимания важности венчурного бизнеса для жизнестойкости экономики США и представления в обществе интересов венчурных капиталистов и развивающихся компаний. В настоящее время

---

**ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ**

2

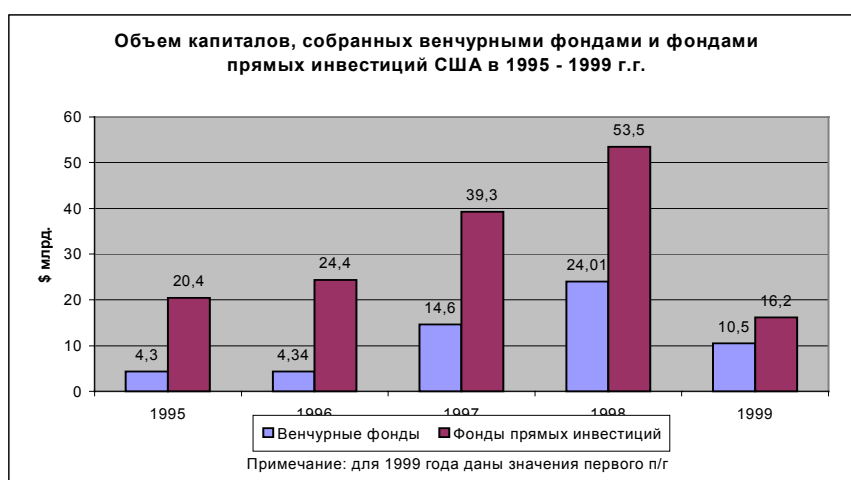
ассоциация объединяет 330 организаций, управляющих венчурным капиталом порядка 70 млрд. долл. Аффилированная структура ассоциации – “Американские предприниматели за экономический рост” (American Entrepreneurs for Economic Growth – AEEG) – это общенациональная организация, включающая около 10 тыс. развивающихся предприятий, на которых работают более миллиона американцев.

- 2.25. В связи с высокой доходностью акций компаний с венчурным капиталом, такие компании становятся объектом повышенного интереса для инвесторов на этапе их подготовки к публичному размещению. На рубеже 70-х – 80-х годов стали образовываться специализированные фонды (т.н. фонды прямого инвестирования в акционерный капитал – private equity fund), ориентированные на приобретение пакетов акций таких компаний. Фонды выкупа (buyout fund) осуществляют приобретение контрольного пакета акций с получением полного контроля за использованием активов компании и осуществлении ею деловых операций. Мезонинные фонды (mezzanine fund) специализируются на инвестиционном финансировании компаний непосредственно перед выходом на фондовый рынок. В настоящее время в США суммарный капитал фондов прямого инвестирования в 4 – 5 раз превышает капитал венчурных фондов.
- 2.26. Таким образом, в настоящее время действует как бы двухэтапная схема инвестирования перспективной компании: на начальных этапах и в период укрепления на рынке ее поддерживает венчурный капитал, после чего включается капитал фондов прямого инвестирования.
- 2.27. Учитывая сбалансированность рынка, можно сделать вывод, что стоимость компаний с венчурным капиталом за период от

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

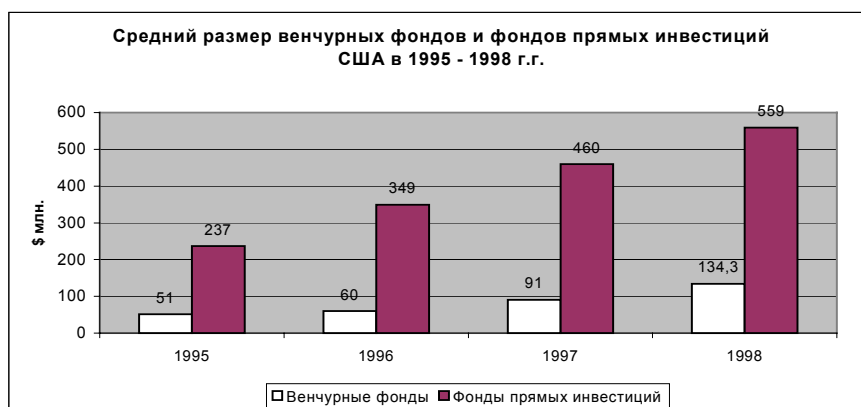
первоначальной инвестиции венчурным фондом до выхода на публичное размещение возрастает в среднем также в 4 – 5 раз.

2.28. На графиках 7 и 8 показано соотношение объемов капитала, мобилизованного венчурными фондами и фондами прямого инвестирования, а также средние размеры двух типов фондов за период с 1995 по 1999 (первая половина) г.г.



2.29.

рис. 7<sup>7</sup>



2.30.

рис. 8<sup>8</sup>

**ВЕНЧУРНЫЕ ИНВЕСТОРЫ**

2.31. Капитал для инвестиций предоставляется корпоративными (коллективными) и индивидуальными венчурными инвесторами.

---

**ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ**

2

- 2.32. Основную часть корпоративного сектора составляют независимые венчурные фонды (компании, фирмы), обычно представляющие собой партнерства (partnerships). Участниками таких партнерств могут быть как юридические, так и физические лица. Основным объемом капитала партнерств образуются вкладами государственных и частных пенсионных фондов США: в 1997 году доля пенсионных фондов в мобилизованном венчурном капитале составляла 45%, в 1998 году этот показатель вырос до 50%. Помимо пенсионных фондов, активное участие в венчурных фондах принимают коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, корпорации, частные лица.
- 2.33. Часто венчурные фонды создаются как аффилированные (дочерние) структуры отдельными банками и страховыми компаниями. Такие фонды осуществляют инвестиции в интересах внешних инвесторов либо клиентов материнской компании.
- 2.34. Помимо венчурных фондов, в корпоративном секторе представлены венчурные фирмы, образованные нефинансовыми промышленными корпорациями как филиалы, осуществляющие инвестиции в интересах материнской компании. Такие фирмы получили название “прямые инвесторы” или “корпоративные венчурные инвесторы”.
- 2.35. В ряде венчурных фондов размещены средства государственных программ поддержки бизнеса, обычно направленные на развитие малых предприятий на этапе становления. В частности, Администрацией США финансируется программа инвестиций в малый бизнес (SBIC), в рамках которой венчурные фонды могут объединить собственные средства с государственными для увеличения инвестиций в портфельную компанию.
- 2.36. Индивидуальный сектор венчурного бизнеса представляют частные инвесторы, т.н. “бизнес - ангелы”. Наиболее важна роль “бизнес - ангелов” на самых ранних стадиях зарождения и формирования компаний

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

2

– стадий “посева” и “старта”, т.е. когда компания готовится к выводу своего продукта на рынок.

2.37. Доминирующая роль в мобилизации венчурного капитала, несомненно, принадлежит независимым венчурным фондам.

2.38. На графике 9 приведено распределение по типам инвесторов привлеченного венчурного капитала.



2.39.

рис. 9<sup>9</sup>

ОТРАСЛЕВЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА

2.40. Характерной чертой венчурного бизнеса США, во многом определяющего динамику и устойчивость его развития, являлась и является до настоящего времени ориентация на вложение средств в инновационные предприятия, реализующие передовые технологии в различных промышленных отраслях. Венчурный бизнес США сформировался как отрасль предпринимательства в период бурного развития компьютерных технологий и дал мощный импульс для успешного развития этого направления. Мировые лидеры компьютерной отрасли – компании Microsoft, Intel, Apple Computers, Compaq – заняли свое сегодняшнее положение во многом благодаря венчурным инвестициям на ранних стадиях своего развития.

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

2.41. Традиционно компьютерная отрасль продолжает лидировать среди наиболее предпочтительных отраслей для венчурных инвестиций. В рамках этой отрасли наибольший интерес вызывают у инвесторов и венчурных капиталистов компании, специализирующиеся на Internet – технологиях, в частности, электронной торговле. Следующие позиции в перечне приоритетов занимают коммуникационные технологии, биотехнологии, медицина и здравоохранение, потребительские товары и услуги.

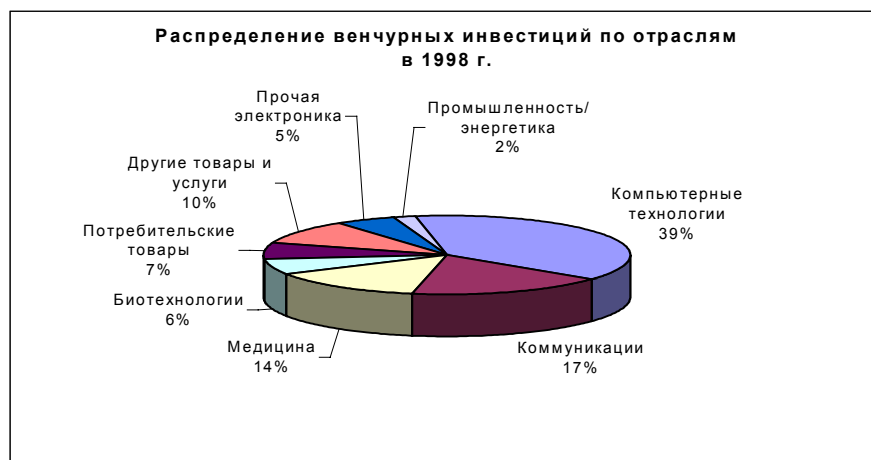


2.42.

рис. 10<sup>10</sup>

2.43. На графиках 10 и 11 приведены данные по распределению инвестиций венчурных фондов США в различные отрасли промышленности. Для демонстрации динамики изменения отраслевых предпочтений приведены данные по двум интервалам: 1986 – 1990 г.г. и 1998 г. График 12 демонстрирует стремительный рост Internet компаний и стремительное влияние данной отрасли на изменение структуры венчурных инвестиций в 1999 г.

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ



2.44. рис. 11<sup>11</sup>

2.45. Как видно из представленных графиков, качественного изменения структуры отраслевых предпочтений венчурного бизнеса за прошедшее десятилетие не произошло. Однако внутри структуры явно прослеживается тенденция увеличения доли инвестиций в высокотехнологичные отрасли, определяющие конкурентоспособность и лидерство национальной экономики США (компьютерные технологии - +15%, коммуникации - +4%).



2.46. рис. 12<sup>12</sup>

---

**ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ**

2

- 2.47. В 1999 году тенденции последних лет проявились настолько динамично, что можно говорить о явно выраженном количественном изменении отраслевой структуры венчурных инвестиций. Из общего объема инвестиций 48,336 млрд. долл. 56% составили вложения в компьютерные технологии, причем доля собственно компаний, занимающихся производством компьютерной техники, сетевой интеграцией и производством программного обеспечения снизилась с 23% в 98 г. до 18% в 99 г. В то же время доля интернет - компаний возросла с 17% в 98 г. до 39 %! Под интернет - компаниями подразумеваются компании, существование которых не было бы возможно без Internet. Суммарные инвестиции в эту тематику по всем отраслям составили 18,757 млрд. долл. в более чем 1000 компаний. Это означает, что более половины инвестированных средств венчурной индустрии поступает в компании, занимающиеся деятельностью, связанной с Internet.
- 2.48. Принимая во внимание происходящую весной этого года коррекцию рынков интернет - компаний, в 2000 году можно прогнозировать возврат структуры венчурных инвестиций к относительно “более консервативному” уровню середину 90-ых годов, что впрочем не критично повлияет на тенденции в отрасли в перспективе 3 - 5 лет.

*СТРАТЕГИИ “ВЫХОДА”*

- 2.49. В соответствии со сложившейся практикой и в зависимости от инвестиционной стратегии венчурные компании (фонды) ориентируются на осуществления “выхода” из портфельных компаний в течение 3 – 7 лет с момента первой инвестиции. Хотя первоначальное публичное размещение акций (initial public offering – IPO) является наиболее привлекательным типом выхода для венчурных капиталистов и собственников компании, наиболее успешными и распространенными выходами инвестиций в настоящее время пока являются слияние или



поглощение (merger or acquisition) компании с венчурным капиталом первоначальными основателями либо другой компанией. Опыт венчурной фирмы в осуществлении выходов инвестиций предопределяет успех как для нее самой, так и для собственников компании (инвесторов).

2.50. Первоначальное публичное размещение акций – первоначальное предложение к продаже акций компании посредством регистрации ценных бумаг в Комиссии по ценным бумагам и биржам в соответствии с законом США о ценных бумагах. В последние годы технологии первоначального размещения были в центре внимания в связи с бумом IPO. При публичном размещении венчурная фирма считается инсайдером и получает долю в компании, но ограничена в возможностях продажи или ликвидации этой доли в течение нескольких лет. Если эта доля свободно продается, обычно по истечении двух лет с момента первоначального размещения, венчурный фонд распределяет акции или денежные средства среди инвесторов, которые могут затем управлять пакетом по своему усмотрению. За последние 25 лет почти 3000 компаний с венчурным капиталом прошли процедуру публичного размещения акций. Необходимо отметить, что успешный “выход” по стратегии публичного размещения акций весьма серьезно зависит от состояния фондового рынка. Например, последнее сокращение активности фондового рынка США в 1997 – 1998 годах привел к резкому спаду объема операций IPO, что вызвало сокращение доходности по краткосрочным венчурным инвестициям. Стабилизация фондового рынка в 1999 году вызвала улучшение ситуации.

2.51. Слияние или поглощение являются наиболее распространенными стратегиями для успешного “выхода” венчурных инвестиций. При реализации этой стратегии венчурный фонд получает за продаваемую долю в компании с венчурным капиталом свободно котирующиеся акции компании-покупателя доли либо денежные средства, которые затем

ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

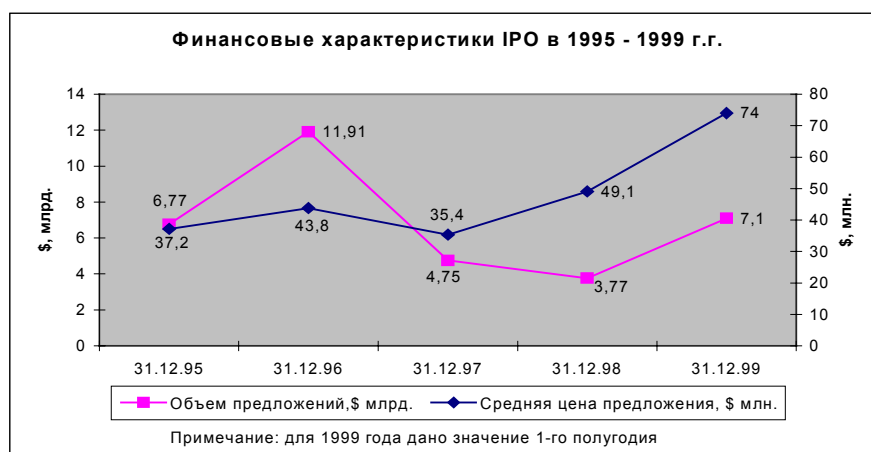
распределяются среди венчурных инвесторов. В период нестабильности фондового рынка в 1997 – 1998 годах значительно возросло число компаний с венчурным капиталом, реализующих стратегию выхода слиянием или поглощением.

2.52. На графиках 12, 13 приведена статистика и характеристики выходов компаний с венчурным капиталом посредством публичного размещения акций с 1995 по 1999 (первое полугодие) г.г.



2.53.

рис. 13<sup>13</sup>



2.54.

рис. 14<sup>14</sup>

2.55. Как следует из представленных данных, стабилизация фондового рынка в 1999 году привела к восстановлению положения и тенденции к дальнейшему укреплению позиций стратегии выхода через публичное

размещение акций компаний с венчурным капиталом. Только за первое полугодие число эмиссий на 25% превысило результат 1998 года, а объем предложений значительно превысил аналогичный показатель рекордного 1996 года.

### **КРАТКИЕ ВЫВОДЫ**

- 2.56. Материалы, изложенные в первой части данной работы свидетельствуют о том, венчурные инвестиции являются в США основным механизмом поддержки и развития малого и среднего бизнеса, особенно в сфере передовых технологий.
- 2.57. Венчурный бизнес обеспечивает не только динамичное научно-техническое развитие национальной экономики и ее лидерство и конкурентоспособность на мировой арене, но и высокую норму прибыли инвесторам.
- 2.58. Американская модель венчурного инвестирования является наиболее показательной при демонстрации возможностей и влияния венчурной индустрии на экономическое развитие государства. Безусловно, данная модель во многом опирается на развитый фондовый рынок и традиции предпринимательства, что ограничивает возможности прямого копирования ее на российскую почву. Тем не менее представленный анализ служит блестящей иллюстрацией эффекта, оказываемого венчурными механизмами на компании и рынки. К более пристальному рассмотрению данных механизмов мы и перейдем во второй части данной работы.

**ОРГАНИЗАЦИЯ ПУЛА НЕЗАВИСИМЫХ ИНВЕСТОРОВ**

3.1. В 99,9% случаев фонды прямых инвестиций создаются для осуществления долгосрочных вложений. Соответственно, капитал инвесторов привлекается путем создания частных партнерств со средним сроком жизни около 10 лет. Десять лет достаточно большой срок, в течение которого у партнеров могут возникать различного рода разногласия и противоречия, в том числе изначально обусловленные присущими данному типу бизнеса конфликтами интересов. Как и во многих других отраслях инвестиционного бизнеса данные конфликты могут быть существенными но непреодолимыми. Особенностью венчурной индустрии является то обстоятельство, что в отличие от других видов инвестиционной деятельности, скажем, от инвестиций в бумаги, обращающиеся на ОРЦБ, основная нагрузка при разрешении подобного рода конфликтов ложится на партнерские соглашения, а не на действующее законодательство. Это еще раз подчеркивает важность продуманного отношения к подписанию подобного рода соглашений. Для правильного оформления подобного рода инвестиций подписываются достаточно сложные многосторонние соглашения. Обобщенно существует два принципиально критичных аспекта, присущих всем соглашениям подобного рода: стимуляторы (условия побуждающие партнеров к взаимовыгодному сотрудничеству) и ограничения, призванные минимизировать риски возможных убытков. Далее в сгруппированном виде представлены типовые условия соглашений по формированию ФПИ

*СТРУКТУРА ФОНДА*

3.2. Типичный ФПИ имеет ограниченных и генеральных партнеров. Ограниченные партнеры - институциональные или частные инвесторы, предоставляющие основной капитал. Ответственность ограниченных партнеров ограничена внесенным капиталом. Это означает, что, если, например, фонд инвестирует в компанию, которая произведет лекарство,

**МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ**

опасное для жизни больных, то родственники не смогут подать в суд на ограниченных партнеров. В то время как генеральный партнер может быть понести ответственность. Впрочем, генеральный партнер может хотя бы частично ограничить свои риски путем создания корпорации, которая будет выступать в роли генерального партнера и акционером которой в свою очередь будет являться генеральный партнер.

- 3.3. Как правило, наполнение заявленных фондов производится по частям. В связи с этим первичные инвесторы (ограниченные партнеры) стремятся не допустить бесконтрольного поведения генерального партнера в отношении требования генеральным партнером средств, заявленных ограниченными партнерами. Таким образом в соглашении существует целый ряд оговорок, определяющий порядок предоставления средств первичными инвесторами.
- 3.4. Первая оговорка определяет минимальный размер вклада. Как правило минимальный размер вклада устанавливается генеральным партнером для институциональных инвесторов и меньший размер устанавливается для индивидуальных инвесторов. При этом ограниченные партнеры имеют по крайней мере две причины для беспокойства в отношении количества партнеров фонда. Во-первых, большинство стран налагает дополнительные ограничения с точки зрения раскрытия информации в случае, если число партнеров фонда достигает определенного предела (например 100). Во-вторых при увеличении количества партнеров возрастают административные расходы фонда, что соответствующим образом отражается на сборах, уплачиваемых генеральному партнеру.
- 3.5. В большинстве соглашений определяется минимальный и максимальный размер фонда. В данном случае ограниченные

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

партнеры могут иметь различные предпочтения. Так в случае если генеральный партнер не может привлечь необходимые дополнительные средства от других потенциальных инвесторов, первичные инвесторы могут предпочесть ликвидацию фонда. Это связано с тем, что неспособность генерального партнера привлечь необходимые средства дает потенциальным инвесторам преимущество обладания негативной информацией, которая не была доступна первичным инвесторам в момент внесения вкладов. Данная оговорка очень похожа на ту, что используется в наиболее рискованном виде первичного публичного размещения - "на условиях лучших усилий". Если андеррайтер не может реализовать минимально необходимое количество акций, предложение считается недействительным, и первичные инвесторы получают компенсацию.

3.6. Ограниченные инвесторы также стремятся контролировать общий размер фонда, для того чтобы уровень менеджмента фонда оставался адекватен объему управляемых активов. Существует немало случаев, когда размеры фонда превышали изначально определенные на 10 - 20%. Однако данное увеличение обычно производится по согласованию с большинством ограниченных партнеров. Ограниченные партнеры, вступающие в пул с опозданием, почти всегда обязаны выплатить свою часть организационных расходов по созданию и управлению фондом. Также они могут быть ограничены в получении прибыли, заработанной фондом к моменту их вступления на средства первичных инвесторов.

3.7. Контракты по формированию ФПИ имеют типовую структуру: минимальный размер участия (заявленный капитал) оговаривается в учредительном соглашении, затем по требованию генерального партнера по частям производится заполнение фонда - ограниченные партнеры обязаны предоставить запрашиваемую сумму в рамках заявленного капитала в установленный соглашением срок. При этом

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

генеральный партнер не заинтересован в досрочном получении средств, так как досрочное получение средств негативно сказывается на ставке доходности первичного инвестора, и, соответственно, негативно влияет на исторические записи фонда. Как правило полное использование заявленных капиталов ограниченных партнеров происходит между вторым и четвертым годом существования фонда. При не редки случаи, когда заявленный капитал используется только на 85 - 95%.

*СРОК ЖИЗНИ ФОНДА*

3.8. Средний срок существования фонда приблизительно равняется 10 годам. Обычно продление данного срока на 1 - 3 года не вызывает серьезных противоречий среди партнеров. Почти все действующие соглашения по образованию ФПИ предусматривают возможность ликвидации доли в фонде при наступлении определенных условий. Под такими условиями обычно понимают возникновение серьезных финансовых проблем у генерального партнера, смена генерального партнера или банкротство самого фонда. Большинство подобных соглашений предусматривают возможность замены генерального партнера, в случае если от 51% до 100% ограниченных партнеров полагают, что деятельность генерального партнера наносит ущерб интересам фонда. Впрочем наиболее вероятным исходом такого рода споров будет являться решение суда.

3.9. Подавляющее большинство контрактов оговаривают случаи невыполнения обязательств в рамках заявленного капитала ограниченными партнерами. Чаще всего в таких ситуациях генеральный партнер оставляет за собой право взимать процент за задержку платежа. Также условиями соглашения оговаривается возможность полного или частичного изъятия доли ограниченного партнера в случае непредоставления средств последним. Впрочем данные условия могут различаться в каждом конкретном случае от

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

судебных исков до возврата стоимости вклада ограниченному партнеру в текущей оценке.

- 3.10. Для более детального понимания процесса организации ФПИ а также механизма его функционирования, необходимо понимать типовые ограничения деятельности генерального партнера, заложенные в соглашении об организации фонда. Данные ограничения в свою очередь во многом являются логическим следствием механизма получения вознаграждения генеральным партнером за деятельность по управлению активами фонда.

### *ОПРЕДЕЛЕНИЕ ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ ВТОРИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ*

- 3.11. Вторичные инвесторы (генеральные партнеры) как правило получают вознаграждение двух типов: в виде доли в прибыли фонда и в виде ежегодных взносов вторичных инвесторов (ограниченных партнеров).
- 3.12. Процент прибыли, удерживаемый в пользу управляющей компании имеет название “carried interest” - удерживаемый процент. Размер удерживаемого процента может колебаться от 1% до 45%, однако приблизительно в 80% случаев его размер составляет 20% - 21%. При этом доля вторичного инвестора зависит от “возраста” и репутации генерального партнера на рынке.
- 3.13. Вторым важным элементом доходов вторичного инвестора являются “management fees” - платежи за управление фондом. Платежи за управление фондом обычно уплачиваются ограниченными партнерами в пользу генерального партнера ежеквартально и покрывают операционные расходы фонда. Размер management fees как правило выражен в виде определенного процента от капитала, находящегося в управлении, стоимости чистых активов фонда или от заявленного капитала. Данный процент может быть фиксированным в течение срока действия фонда, может изменяться в



---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

зависимости от стадии инвестиционных проектов, может корректироваться с учетом инфляции, а также иметь ограничения в абсолютном выражении относительно максимального и минимального размера.

- 3.14. В настоящее время наиболее распространенным является уровень платежей за управление фондом в размере 2%- 2,5% от стоимости капитала в управлении. Крайне редко размер платежей зависит от заявленного капитала.
- 3.15. В конце 70-ых начале 80-ых годов около 20% фондов определяли размер платежей за управление фонда на основе процента от стоимости чистых активов фонда. В 90-ых годах этот показатель сократился до 2%. Это связано с тем, что по данным исследования, проведенного Venture Economics, способы определения суммы платежей за управление фондом на основе процента от стоимости чистых активов фонда, способствуют агрессивной оценке компаний - спутников фонда, а также затягиванию процесса выхода генеральными партнерами.
- 3.16. Важным вопросом при определении вознаграждения генерального партнера является момент, с которого управляющая компания получает право на участие в доходах фонда. Существует два основных подхода для определения данного момента.
- 3.17. Первый подход заключается в том, что управляющая компания получает право на участие в доходах фонда, после того как ограниченные партнеры получили инвестированный капитал. Последующие распределения прибыли производятся с учетом доли генерального партнера. Недостатком данного подхода с точки зрения первичных инвесторов может являться выбор генеральным партнером бумаг для распределения. Это связано с тем, что на

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

практике фонды могут распределять ценные бумаги компаний после вывода их на публичный рынок, вместо того чтобы распределять денежные средства от продажи данных бумаг. На практике это может означать следующее: до момента возврата первоначально инвестированного капитала ограниченным партнерам распределяются переоцененные бумаги. После того как генеральный партнер получает право на участие в прибыли фонда, распределяются недооцененные бумаги или бумаги оцененные по справедливой стоимости. Во избежание подобной практики “перевешивания убытков” была разработана альтернативная схема определения момента участия генерального партнера в распределении доходов фонда.

- 3.18. Альтернативная подход заключается в том, что управляющая компания получает право на участие в прибыли фонда по достижении оценки чистых активов фонда 100% суммы инвестированного капитала (или суммы инвестированного капитала, умноженной на другую ставку - 125%, 140%). Данный множитель получил название барьерной ставки - “hurdle rate”
- 3.19. Пример. Представим себе распределение 1000 акций компании, приобретенных фондом по цене \$2 за акцию и имеющих текущую стоимость \$12 за акцию. Барьерная ставка определена соглашением в 100%, или единица. Процент участия управляющей компании в распределении прибыли по фонда составляет 20%. Тогда ограниченным партнерам будет распределено  $\$10\,000 \{1000 * (\$2 + 0.8 * (\$12 - \$2))\}$ . В распоряжении генерального партнера останется  $2000\$ \{1000 * 0.2 * (\$12 - \$10)\}$ .
- 3.20. Уровень барьерной ставки служит наглядным показателем позиций фонда на рынке. Более крупные фонды с хорошим историческим

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

треком могут позволить себе добиться более гибкой схемы участия в прибыли при проведении переговоров с первичными инвесторами.

*ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ГЕНЕРАЛЬНОГО ПАРТНЕРА - ТИПОВЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ*

3.21. В 60ые - 70ые годы соглашения по созданию пулов независимых инвесторов включали минимальные ограничения инвестиционной деятельности генеральных партнеров. К середине 80-ых ситуация изменилась. Институциональные инвесторы начали рассматривать участие в ФПИ в качестве полноправной части своего инвестиционного портфеля. Перед ними встал вопрос об оценке и диверсификации рисков. Более активное участие институциональных инвесторов в создании ФПИ повлияло на эволюцию последних следующим образом. Во - первых, произошло значительное увеличение размеров отрасли - увеличился средний размер создаваемых фондов. Во - вторых фонды приобрели более узкую отраслевую направленность, что в свою очередь положительно сказалось на качестве управления активами. В - третьих, институциональные инвесторы потребовали внесения оговорок в учредительные документы фонда, ограничивающие инвестиционную деятельность генерального партнера областью специализации. Данные ограничения могут быть условно разделены на три больших группы:

- Ограничения, относящиеся к общему управлению фондом
- Ограничения, относящиеся к деятельности генерального партнера
- Ограничения, относящиеся к разрешенным типам инвестиций

3.22. Тем не менее стоит отметить, что объем ограничений деятельности генерального партнера напрямую связан с его репутацией и положением на рынке. Это объясняет тот факт, что наиболее профессиональные фонды с безупречной историей, получившие признание на рынке, сохранили довольно гибкие схемы

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

взаимоотношений с первичными инвесторами с минимальным количеством ограничений.

*ОГРАНИЧЕНИЯ, ОТНОСЯЩИЕСЯ К ОБЩЕМУ УПРАВЛЕНИЮ ФОНДОМ*

- 3.23. Первый тип ограничений относится к суммарному объему инвестиций на одну компанию. Данные ограничения имеют своей целью исключить возможность втягивания фонда в последовательное осуществление значительных вложений в неэффективные компании. Как уже отмечалось выше, как правило вторичные инвесторы не имеют права на участие в прибыли фонда, до момента компенсации затрат первичных инвесторов. Таким образом доля генерального партнера может быть условно представлена в виде опциона “CALL”. Пользуясь этим обстоятельством, управляющая компания может получить дополнительную прибыль непропорционально принимаемому уровню риска, и, наоборот, перераспределить дополнительный риск ограниченными партнерам в ущерб диверсификации.
- 3.24. Ограничение объема инвестиций может быть выражено как установленный процент от заявленного капитала, от инвестированного капитала или в более редких случаях как установленный процент от средней стоимости одного или более наиболее крупных вложений фонда.
- 3.25. Второй тип ограничений связан с привлечением фондом дополнительного долгового финансирования. Являясь держателем опциона, управляющая компания может не устоять перед искушением использовать заемные средства в качестве финансового рычага для повышения доходности портфеля. В связи с этим партнерские соглашения могут ограничить возможности заимствования фонда или выдачу гарантий по займам портфельных компаний (что может быть рассмотрено в качестве идентичных

**МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ**

действий) определенным процентом заявленного капитала. В некоторых случаях также может быть ограничен срок привлечения займов, для контроля за тем, что долговое финансирование носит краткосрочный характер.

3.26. Третий тип ограничений связан с осуществлением фондом инвестиций в предыдущие или потенциальные будущие портфельные компании фонда. Множество управляющих компаний управляют несколькими фондами, сформированными в течение ряда лет. Предположим, что несколько лет назад управляющая компания осуществила вложения в компанию с плохими финансовым состоянием. В таком случае управляющая компания может посчитать целесообразным выделить дополнительное финансирование из средств следующего фонда, для того чтобы спасти неудачное вложение.

3.27. Осуществление подобных инвестиций может также потребоваться управляющей компании для повышения собственного рейтинга при формировании новых фондов. Оценка портфельной компании может быть завышена до стоимости последней сделки с акциями портфельной компании. Таким образом управляющая компания может повышать стоимость предыдущих фондов за счет последующих, используя завышенную стоимость предыдущих фондов для формирования положительного исторического трека и привлечения новых фондов по более привлекательной цене.

3.28. Соответственно партнерские соглашения для второго или любого последующего фонда управляющей компании содержат оговорки, что подобные инвестиционные решения должны быть рассмотрены консультативным советом фонда, а также получить одобрение большинства (или подавляющего большинства ограниченных партнеров). Также подобные вложения могут считаться

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

допустимыми, в случае если они осуществляются совместно с независимым инвестором одновременно по одинаковой цене.

3.29. Четвертый тип ограничений относится к реинвестированию полученных доходов. У управляющей компании может быть несколько причин, для того чтобы реинвестировать средства, вместо распределения их среди первичных инвесторов. Во - первых многие управляющие компании получают платежи за управление фондом из расчета стоимости активов в управлении или от скорректированного инвестированного или заявленного капитала - то есть инвестированного или заявленного капитала уменьшенного на сумму отчислений в пользу партнеров фонда. Распределение прибылей приведет к снижению суммы данных платежей. Во - вторых, реинвестированная прибыль может принести доход как ограниченным, так и генеральному инвестору. Третьей причиной для реинвестирования прибыли может явиться неготовность портфельной компании для осуществления выхода. Наличие таких “незрелых” вложений зачастую является причиной пролонгации срока существования фонда. Для управляющей компании пролонгация срока существования фонда будет означать продолжение поступления платежей за управление фондом. Впрочем партнерские соглашения часто предусматривают пониженную ставку вознаграждения управляющей компании за управление фондом после запланированного срока его ликвидации.

*ОГРАНИЧЕНИЯ, ОТНОСЯЩИЕСЯ К ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ГЕНЕРАЛЬНОГО ПАРТНЕРА*

3.30. Первая группа условий ограничивает возможности генерального партнера в части инвестирования собственных средств в портфельные компании. Если управляющая компания будет иметь дополнительный интерес в портфельной компании, это может привести к не оправданному увеличению внимания, оказываемого

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

данной компанией. Также если у данной компания разорится, фонд может продолжать финансирование, вместо ликвидации данного вложения. Для избежания (или сглаживания) подобного конфликта интересов генеральные партнеры ограничены в объеме инвестиций в портфельные компании фонда. Лимит может быть определен в виде определенного процента от стоимости чистых активов фонда или общей суммы инвестированных средств. По условиям партнерских соглашений данные сделки могут подлежать рассмотрению консультативным комитетом фонда и подлежать одобрению ограниченными партнерами.

3.31. Вторая группа условий относится к проблеме продажи генеральным партнером своей доли в распределении прибыли фонда. Данная проблема прямо противоположна описанным в первой группе. Вместо увеличения своей доли в портфельных компаниях фонда генеральный инвестор может переуступить свою долю в распределении прибыли фонда третьим инвесторам. Несмотря на то что доля генерального инвестора значительно уступает долям ограниченных инвесторов, она также может являться привлекательным активом. Но продажа доли управляющей компании лишает генерального инвестора стимула обеспечивать максимальную эффективность вложений ограниченных инвесторов, что в свою очередь может вызвать недовольство последних. Поэтому партнерские соглашения могут ограничивать определенными временными рамками возможность переуступки доли генеральным партнером или вовсе запрещать подобного рода сделки.

3.32. Третья группа ограничений лежит в области последующей деятельности управляющей компании по организации новых фондов, во то время как созданные фонды еще не были ликвидированы. Учреждение дополнительных фондов может

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

негативно сказаться на профессиональном уровне услуг генерального партнера по управлению уже существующими ФПИ. Партнерские соглашения могут ограничивать деятельность управляющей компании по организации новых фондов, указывая конкретный срок действия ограничений или момент в деятельности фонда, когда оговоренный процент заявленного капитала будет размещен.

3.33. По аналогии с проблемой организации дополнительных фондов партнерские соглашения могут ограничивать генеральных инвесторов и в других видах деятельности. Тем самым ограниченные партнеры получают дополнительные гарантии того, что внимание вторичных инвесторов будет целиком и полностью сконцентрировано на достижении оптимальных результатов деятельности фонда.

3.34. Четвертая группа условий касается участия сторонних генеральных партнеров. Привлекая к сотрудничеству менее опытного генерального партнера, управляющая компания частично снимает с себя бремя ответственности. Однако это может негативно отразиться на качестве управления активами ограниченных партнеров. В результате ограниченные партнеры могут выдвигать требования необходимости согласования назначения новой управляющей компании с ограниченными партнерами.

3.35. Тем не менее несмотря на широкий круг вопросов, определяемых в партнерских соглашениях при организации пула независимых инвесторов, проблемы взаимоотношений генеральных партнеров практически никогда становятся частью партнерских соглашений. Данные взаимоотношения обычно регулируются отдельными контрактами между генеральными партнерами.

### *ОГРАНИЧЕНИЯ, ОТНОСЯЩИЕСЯ К ТИПАМ ИНВЕСТИЦИЙ*



## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

- 3.36. Первая категория ограничений относится к типам активов, разрешенных для инвестиций фонда. Данные ограничения структурированы схожим образом: фонд может производить размещения привлеченных средств (не более определенной части) в заранее определенные группы активов. Исключения возможны опять же при согласовании с консультативным советом фонда и поддержке большинства ограниченных партнеров.
- 3.37. Данные ограничения могут принимать более сложные формы и устанавливаться, например, в виде суммы определенных групп активов, приравненной к сумме фиксированного или плавающего процента от общей суммы инвестированных средств или суммы заявленного капитала.
- 3.38. Причины данных ограничений состоят в следующем. Во - первых ограниченные партнеры не склонны переплачивать за услуги управляющей компании. Так типичный инвестиционный менеджер, специализирующийся на вложениях в бумаги, имеющих регулярные котировки на ОРЦБ, получает ежегодное вознаграждение в размере от 0,5% до 1,5% от суммы инвестированных средств. В то же самое время управляющая компания ФПИ взимает 2,5% от инвестированного капитала и еще претендует в среднем на 20% прибыли фонда по достижении установленной барьерной ставки. Соответственно, имеет смысл ограничить генерального партнера от инвестиций в публично торгуемые бумаги. Аналогично инвестиционный консультант получает вознаграждение в среднем в размере 1% за услуги по размещению средств в ФПИ. Поэтому партнерские соглашения могут ограничивать деятельность генерального партнера по осуществлению инвестиций в прочие ФПИ.

---

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

3.39. Во - вторых, управляющая компания может инвестировать средства ограниченных партнеров в отрасль, в которой управляющая компания не имеет опыта работы в надежде его приобрести. Так в 80-ые годы в США многие венчурные фонды стали развивать практику осуществления вложений в зарубежные портфельные компании. При этом некоторым фондам удалось добиться по истине впечатляющих результатов, в то время как значительное число фондов потерпели фиаско.

---

**МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ**

4

**ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ФПИ ПО РАЗМЕЩЕНИЮ СРЕДСТВ ПЕРВИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ**

- 4.1. Различного рода взаимоотношения фондов и компаний, заинтересованных в привлечении средств фонда составляют суть венчурного бизнеса. Зачастую данные взаимоотношения бывают чрезвычайно сложными и практически в каждом случае носят индивидуальный характер. Именно на этом этапе важны предпринимательский дух и практический опыт - незаменимые факторы успеха любого бизнеса. Для того чтобы разобраться в многообразии существующих проблем, в данной части используется следующий подход.
- 4.2. Во - первых важно понимание основ “притяжения” между фондами и компаниями, ориентированными на венчурное финансирование. Эти основы создают предпосылки как для деятельности венчурных фондов в целом, так и для успешной реализации конкретных проектов.
- 4.3. Во - вторых, существенную роль играет технология, используемая венчурными фондами при отборе компаний для инвестирования, осуществлении вложений и “совместной жизни” с портфельной компанией.
- 4.4. Безусловно, важнейшими как для фонда так и для инвестируемой компании являются вопросы, связанные с оценкой сделок. Поэтому в данной части дана краткая характеристика методов, используемых венчурными инвесторами для определения стоимости портфельных компаний.
- 4.5. Российская специфика накладывает свой отпечаток на характер проблем, возникающих перед фондами прямых инвестиций в ходе

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

работы с портфельными компаниями. В качестве основных проблем иностранные инвесторы указывают на отсутствие прозрачной финансовой отчетности и неэффективность менеджмента портфельных компаний. Четвертая секция данной работы содержит практический опыт разрешения данных проблем.

### **ПРИНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ: СПЕЦИФИЧНЫЕ ПРОБЛЕМЫ И МОДЕЛЬНЫЕ РЕШЕНИЯ**

4.6. Предпринимателям редко удается удовлетворить финансовые потребности компании за счет собственных средств. Финансовая теория подсказывает также, что зачастую это является не самым верным решением. В то же время основные источники капитала - институциональные инвесторы (пенсионные фонды и страховые компании), или инвестиционные банки, как правило, не имеют ни достаточно времени, ни соответствующего опыта для осуществления прямых инвестиций в молодые или требующие реструктуризации компании. Традиционные источники финансирования, такие как банковские ссуды и публичные рынки капитала, также зачастую оказываются недоступны. Это связано с высокими требованиями к обеспечению и высоким уровнем процентных ставок, компенсирующими банк за повышенный риск при осуществлении подобного рода вложений. Компании, ориентированные на венчурное финансирование, также не удовлетворяют требованиям к листингу на ОРЦБ, главным образом в связи с невысокой ликвидностью и небольшим объемом уставного капитала.

4.7. При осуществлении вложений в портфельные компании фонды прямых инвестиций не могут обойти классические проблемы корпоративных финансов, предстающие перед ними в своих крайних проявлениях. Однако правильное определение данных проблем и определение подхода к их решению с учетом

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

специфических приемов венчурного бизнеса жизненно необходимо при управлении ФПИ. Данные проблемы условно можно разделить на четыре группы.

### *НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ И НЕСИММЕТРИЧНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ*

- 4.8. Первая группа проблем связана с неопределенностью относительно конечных результатов проекта. Уровень неопределенности измеряется количеством и степенью вероятности возможных исходов. По своей природе молодые и реструктуризируемые компании связаны с высоким уровнем неопределенности. Неопределенность присуща разработке новых продуктов и исследовательских программ. Поведение компаний - конкурентов также не возможно стопроцентно спрогнозировать.
- 4.9. Высокий уровень неопределенности относительно развития портфельных компаний в будущем оказывает соответствующее влияние на склонность инвесторов к инвестированию, возможности получения финансового и коммерческого кредита, а также поведение менеджеров портфельных компаний. Если менеджеры не склонны к риску, их может быть сложно убедить в принятии оптимальных решений. И наоборот, если предприниматели настроены чересчур оптимистично, инвесторы предпочтут ограничить их в принятии определенных решений. Своевременное получение полной и достоверной информации имеет огромное значение для разрешения проблем, связанных с неопределенностью.
- 4.10. Ко второй группе факторов относятся факторы асимметричности информации. Асимметричность информации отличается от неопределенности и связана с тем, что в силу большей вовлеченности в ежедневные операции компании, предприниматель

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

обычно лучше осведомлен о перспективах компании, нежели инвесторы, кредиторы или поставщики. В связи с этим предприниматели могут быть склонны к осуществлению преднамеренных действий, неконтролируемых инвесторами. Например, избрать более рискованную стратегию, чем было определено изначально, или же не предпринимать ожидаемых усилий для разрешения текущих проблем. Также предприниматель может за счет средств инвесторов развивать проекты, более важные для его собственных целей (репутации в научных кругах и пр.), чем для конечного результата с точки зрения инвесторов.

- 4.11. Асимметричность информации определяет проблему выбора для инвесторов. Предприниматель может воспользоваться в своих интересах преимуществом в информации о проекте или о своих возможностях. Соответственно, для инвесторов довольно сложно сделать выбор между компетентными и недостаточно компетентными предпринимателями. Однако без подобного отбора, инвесторы не могут принимать эффективных инвестиционных решений.
- 4.12. Третья группа проблем связана с природой активов портфельной компании. Очевидна прямая зависимость между наличием реальных активов компании получателя средств и склонностью инвесторов к ее финансированию.
- 4.13. Существующее состояние рынков представляет собой четвертую группу проблем. Как рынки капитала, так и потребительские рынки могут быть подвержены серьезным колебаниям. Объем капитала, предоставляемого инвесторами, а также его цена могут существенно изменяться. Эти изменения в свою очередь отражаются на предпочтениях инвесторов и ожиданиях будущей доходности.

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

Аналогично поведение потребительского рынка может быть мало предсказуемым как из-за возможных изменений в предпочтениях покупателей, так и вследствие активных действий конкурентов.

### *МОДЕЛЬНЫЕ РЕШЕНИЯ*

- 4.14. В ходе своего развития венчурная индустрия выработала массу приемов и техник для решения вышеупомянутых проблем. Тщательно составленные контракты и продуманные стратегии позволяют избежать массы подводных камней. Обобщенно можно выделить шесть групп модельных решений, обращенных к поставленным вопросам.
- 4.15. Первая часть модельных решений относится к предоставлению финансирования. Во - первых, важно определить оптимальные источники финансирования компании на различных стадиях ее развития. Любой из источников, будь то ФПИ, корпоративные инвесторы или публичные рынки могут подходить, но на различных этапах развития компании. Соответственно, данные источники должны изменяться в соответствии с изменениями в компании. Поэтому как инвесторы, так и предприниматели должны быть готовы к предстоящим переменам.
- 4.16. Во - вторых, форма предоставления финансирования играет существенную роль при разрешении потенциальных конфликтов. Финансирование может предоставляться как форме простого акционерного или заемного капитала, так и в совмещенных формах, например, в форме конвертируемых привилегированных акций или конвертируемых в акции облигаций. Структура и распределение во времени предоставляемого финансирования может понизить степень неопределенности и помочь отличить недостаточно профессиональных и чересчур самоуверенных предпринимателей.

---

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

- 4.17. Третьим важным элементом является распределение прибыли между инвесторами и предпринимателями. Безусловно ключевая роль на этом этапе принадлежит вопросам оценки. Также неотъемлемой частью распределения прибыли являются компенсационные соглашения с менеджментом. Стимулирующие компенсации могут быть предложены как в денежной форме, так и в форме доли акций компании или опционов на покупку акций в соответствии с конкретными результатами. В свою очередь деятельность может быть оценена в соответствии с различного рода бюджетами и сравнимыми показателями. Таким образом продуманные компенсационные соглашения позволяют снизить вероятность деструктивного поведения менеджмента.
- 4.18. Вторая часть модельных решений относится к стратегическому контролю за деятельностью портфельной компании. При этом текущее наблюдение, оперативное получение достоверной информации - критично. Обе стороны должны быть уверены, что принимаемые решения являются верными и соответствующий прогресс имеет место. Поэтому соответствующие контрольные механизмы, такие, как активный и профессиональный совет директоров, права вето и одобрения ключевых решений, возможность нанимать и увольнять ключевых менеджеров, - должны быть тщательно разработаны и соответствующим образом распределены между портфельной компанией и инвесторами.
- 4.19. Важным аспектом является распределение и защита имущественных прав, а также контроль за изменением структуры активов компании.
- 4.20. Оценка деятельности портфельной компании - завершающий и, возможно, наиболее существенный элемент взаимоотношений между портфельными компаниями и инвесторами. Крайней мерой



---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

при осуществлении контроля за деятельностью портфельной компании может быть прекращение финансирования. В некоторых случаях путем прямых или косвенных действий инвестор может также перекрыть портфельной компании доступ к внешним источникам финансирования.

### **ТЕХНОЛОГИЯ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА**

- 4.21. Технология осуществления инвестиций материализует модельные решения в форме последовательных шагов по управлению средствами первичных инвесторов. Как в материальном производстве, в венчурном бизнесе можно выделить технологические циклы, последовательно формирующие “готовую продукцию” - портфельные компании, подготовленные к продаже.
- 4.22. Процесс начинается с поиска и отбора компаний для инвестирования (стадия deal - flow). На данном этапе сбор информации о потенциальных портфельных компаниях, производится первичный отбор - “отделение зерен от плевел”. В странах с развитой венчурной индустрией существуют специальные организации, как с участием государства, так и независимые объединения венчурных инвесторов, специализированные информационные агентства, периодические издания.

### *ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ*

- 4.23. Первоочередная роль в популяризации венчурного инвестирования принадлежит национальным ассоциациям венчурного инвестирования. К числу наиболее авторитетных организаций в этой области можно отнести NVCA (National Venture Capital Association) - Национальную организацию венчурного инвестирования, NASBIC (National Association of Small Business Investment Companies) - Национальная Ассоциация инвесторов в

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

малый бизнес в США, EVCA - Европейскую организацию венчурного инвестирования, BVCA - Британскую ассоциацию венчурного инвестирования, национальные ассоциации венчурного инвестирования стран - членов ЕС.

- 4.24. Наиболее авторитетные информационные агентства финансовой информации, такие, как Bloomberg, Reuter, DataMerge предоставляют информацию относительно возможностей венчурного инвестирования. Кроме того существуют агентства, специализирующиеся на предоставлении информации о венчурном бизнесе. Наиболее известные из них - VentureOne, Venture Economics, Thomson Financial and Securities Data.
- 4.25. Также существуют государственные или поддерживаемые государством организации, призванные способствовать распространению информации о венчурной индустрии. К числу таких организаций можно отнести United States Small Business Administration, или британскую LINC (Local Investment Networking Company). ЛИНК - является некоммерческой организацией и создана для облегчения контактов между венчурными капиталистами и предпринимателями. В настоящее время компания ищет инвесторов для венчурных предпринимателей на расстоянии двух часов езды от места инвестиций.
- 4.26. Также огромный объем информации представлен в Internet, где по ключевым словам можно получить значительное количество ссылок как на объединения и организации венчурного инвестирования, так и на web - сайты венчурных инвесторов и предпринимателей.
- 4.27. В России к основным источникам о компаниях, ориентированных на венчурное финансирование, относятся пресса (в частности публикации РЦБ), выставки и презентации, Internet (в количестве

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

трех ресурсов - официального сайта Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования, сайтов финансовой информации [maplaza.ru](http://maplaza.ru) и [inv.ru](http://inv.ru)) и, на конец, личные связи и контакты менеджеров фондов.

### *ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ*

4.28. Работа венчурного инвестора с потенциальной портфельной компанией начинается с рассмотрения инвестиционного предложения. Инвестиционное предложение - является стандартным пакетом документов, представляющим предложение компании фонду прямых инвестиций осуществить финансирование данной компании.

4.29. Стандартная форма предложения подробно описана в статье Александра Ирбисова, генерального директора ПРО - ИНВЕСТ консалтинг (РЦБ №9, 1999 г.). Стандартная форма инвестиционного предложения представлена на сайте интернет - службы "Инвестиционные возможности России". Данный документ имеет следующую структуру, представленную в данной работе в упрощенной форме.

- Резюме (краткое описание инвестиционного предложения).
- История компании и собственность (существенные события в компании до даты инвестиционного предложения и структура собственности).
- Продукты / услуги (подробное описание продуктов компании, важнейшие конкурентные преимущества, возможно, процесс разработки новых продуктов).
- Менеджмент и персонал (организационная структура компании, с указанием зон ответственности, и резюме ключевых менеджеров).

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

- Отрасль, рынок и конкуренция (особенности отрасли и тенденции ее развития, целевые рынки / сегменты потребителей, сильные и слабые стороны конкурентов, конкурентные преимущества компании).
- Операции (описание основных бизнес - процессов)
- Финансовая история (финансовая отчетность компании с комментариями).
- Стратегический план (стратегический план развития компании с разбивкой на конкретные шаги по достижению поставленных целей).
- Потребность в финансировании (детальный расчет потребности в капитале и то, как он будет использован).
- Правительственная поддержка и законодательство (возможное участие и роль государства в проекте).
- Финансовое предложение (конкретное предложение с указанием обоснованной оценки компании и необходимой суммой инвестиций).
- Приложения (финансовая отчетность, отчеты по исследованию рынка, детальные описания продуктов и услуг, подробное резюме ключевых руководителей).

4.30. По - моему мнению, получению такого инвестиционного предложения порадовались бы лучшие фонды на Wall Street. Структура данного предложения является вполне понятной и продуманной, но слишком усложненной, особенно для России. На практике при принятии инвестиционного решения рассматриваются три основных компонента:

- Современное состояние компании
- Программа развития
- Люди, которые ею управляют

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

- 4.31. На этом этапе задача предпринимателей - просто убедить руководителей фонда в том, что с ними можно работать и компания имеет будущее. Использование внятной и аккуратной формы - существенный плюс, но не гарантия успеха.
- 4.32. Подготовкой инвестиционного предложения для первичных инвесторов фонда занимается управляющая компания, и в данном случае структура описанного выше инвестиционного предложения оказывается уместной.

### *ОБОСНОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА*

- 4.33. На практике существенная часть работы, описанной в структуре инвестиционного предложения, распределяется между компанией и инвесторами. Для того чтобы убедиться в правильности выбора, фонды проводят дорогостоящие процедуры Due Dilligence (должное рассмотрение). Как правило в них задействованы следующие действующие лица:
- Аудиторы - для проверки добросовестности и правильности составления финансовой отчетности (представление российской отчетности в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета)
  - Консультанты по юридическим вопросам - для проверки структуры собственности
  - Консультанты по корпоративным финансам - для составления финансовой модели компании и оценки бизнеса.
  - Консультанты по управлению - для анализа стратегии компании и описание ключевых бизнес - процессов.
- 4.34. Средний час работы одного консультанта обходится в России приблизительно в 150 долл. Как правило часть работы выполняют специалисты самого фонда, в основном - это область корпоративных

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

финансов и управленческого консультирования. Однако можно предположить, что издержки фондов на проведение процедур должного рассмотрения могут быть значительными, особенно учитывая тот факт, что в среднем данные процедуры занимают от месяца до полугода.

4.35. В связи с высоким объемом затрат фонда на изучение потенциальной портфельной компании на этом же этапе инвесторы предпочитают заключать эксклюзивный договор с компанией, в которую они собираются инвестировать. Одновременно разрабатывается проект купли продажи акций и соглашения акционеров. В соглашении четко распределяются обязательства и полномочия сторон. При этом речь идет не только о купле - продаже акций, но и вносятся изменения в структуру управления компанией, предусматриваются компенсационные пакеты для ключевых менеджеров, разрабатывается возможная схема помощи компании в преодолении конкретных проблем. Компания должна позитивно реагировать на возможность вмешательства специалистов фонда в стратегическое и в некоторых случаях повседневное управление компанией. В этих же документах оговаривается расходование средств, предоставляемых компании в обмен на акции нового выпуска, а также возможные варианты выхода.

4.36. В зависимости от планируемого варианта выхода определяются специфические критерии. Например, в случае IPO оговариваются сроки выхода, критерии, определяющие готовность компании к выходу. В случае продажи стратегическому инвестору необходимо обязательство со стороны других акционеров, о том что они продадут часть своих акций вместе с фондом, так как стратегический инвестор заинтересован в приобретении

---

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

контрольного пакета акций, а фонду принадлежит не контрольный пакет.

- 4.37. После завершения предварительной работы материалы отсылаются первичным инвесторам, и инвестиционный комитет должен принять окончательное решение. После одобрения инвестиционного комитета производится юридическое оформление сделки. При этом в случае сложной структуры компании процесс юридического оформления может занять несколько месяцев. Может возникнуть необходимость подписать несколько договоров по структурированию, по выкупу дочерних компаний, их переподчинению, регистрации и перерегистрации оффшорных компаний. По окончании оформления юридических деталей начинается процесс “совместной жизни” с портфельной компанией.

### *СОВМЕСТНОЕ ПРОЖИВАНИЕ*

- 4.38. Стадия совместного развития компании для подготовки к выходу в России может определить провал или успех конкретного проекта. Особенностью российского венчурного бизнеса является повсеместное участие инвесторов в повседневном руководстве компанией - подобная плотная опека - скорее исключение из правил в странах с развитой венчурной индустрией. Существующее положение дел обусловлено как кадровой проблемой, так и в не меньшей степени отсутствием прозрачности компаний как на уровне финансовой, так и на уровне управленческой отчетности. Проблема квалифицированных менеджеров, способных адекватно реагировать на динамичные изменения в конкурентной среде более или менее решена только в Москве и Санкт - Петербурге. В регионах блестящие профессионалы в технологии пасуют перед проблемами развития бизнеса в агрессивной среде запутанного законодательства и конкурентного давления. Формирование предпринимательской

---

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

4

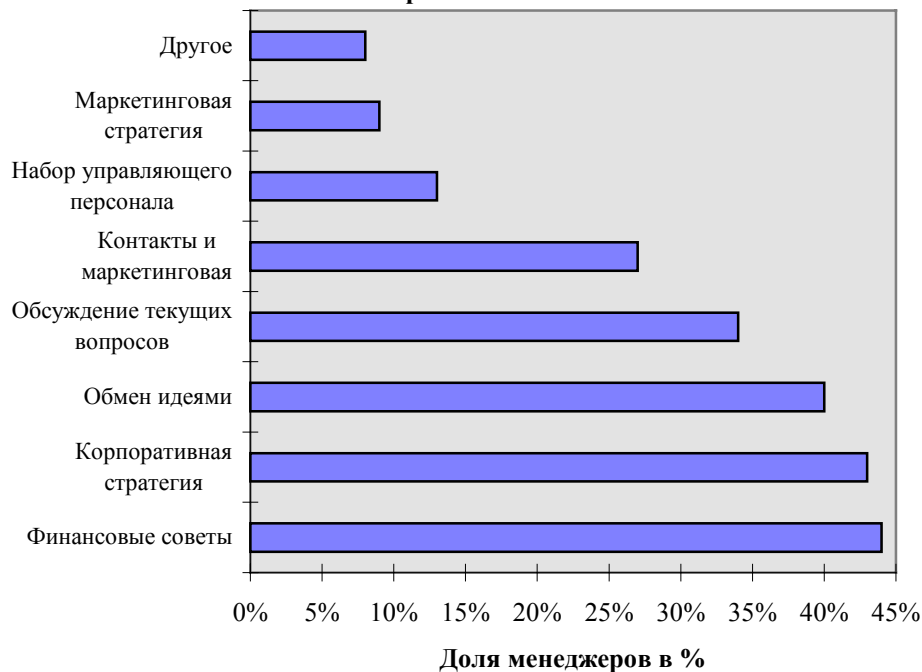
культуры - определено среди пяти приоритетных задач EVCA по содействию развитию венчурного бизнеса на развивающихся рынках.

- 4.39. Второй проблемой как для российских, так и для иностранных инвесторов является получение оперативной и достоверной информации о деятельности компании. Своевременное получение такой информации - критично для оперативного контроля за деятельностью менеджмента, особенно в условиях повышенных рисков и возрастающей неопределенности.
- 4.40. Активное вмешательство в оперативное управление портфельной компанией в России является вынужденной мерой для венчурных капиталистов. При этом определяющим фактором данного вмешательства является единственный вопрос - "Как повысить стоимость портфельной компании?". Ответы могут быть различны.
- 4.41. Иногда компания нуждается в помощи при выходе на зарубежные рынки, в большинстве случаев требуется наладить управление финансами, заменить финансового директора, перейти на западный аудит, улучшить имидж перед инвесторами.
- 4.42. По материалам опросов EVCA, представленных в статье Павла Гулькина "Как работают венчурные инвесторы" (РЦБ №6, 1999 г.), менеджеры проинвестированных компаний оценивают роль венчурных инвесторов следующим образом:



МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

**В чем менеджеры проинвестированных компаний видят вклад венчурного инвестора на этапе совместного проживания**



**Как менеджеры проинвестированных компаний оценивают свои перспективы без привлечения венчурных инвестиций в %**

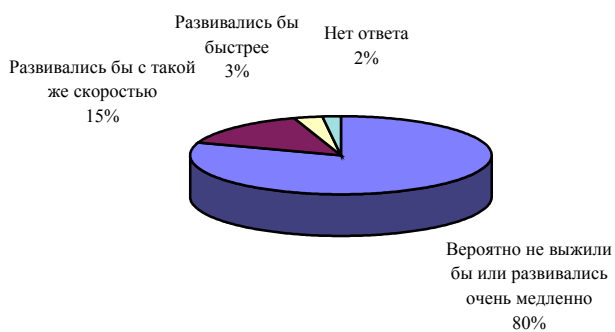


рис 15 - 16

**РОЛЬ АВТОМАТИЗИРОВАННЫХ СИСТЕМ ПЛАНИРОВАНИЯ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ МОНИТОРИНГЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОРТФЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ И ПОВЫШЕНИИ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ НА ПРИМЕРЕ ERP СИСТЕМЫ JD EDWARDS ONE WORLD<sup>15</sup>**

*КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ СИСТЕМЫ*

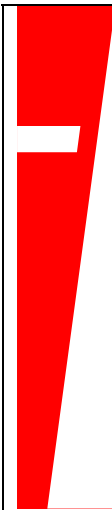
- 5.1. Система JD Edwards появилась на рынке средних систем в 1976 г в версии World в США и в 80-ых годах приобрела известность во всем мире как гибкий механизм автоматизации процессов бухгалтерского и управленческого учета.
- 5.2. В 1993 году функциональность программы была существенно расширена. Была выпущена обновленная версия программы JD Edwards - One World, позиционированная как крупная интегрированная ERP система. С этого момента JD Edwards активно продвигалась на рынке крупных систем наряду с такими программными продуктами, как SAP, Oracle и BAAN.
- 5.3. Основными конкурентными преимуществами JD Edwards являются
  - Гибкость
  - Значительная функциональность
  - Возможности быстрого внедрения
  - Дружелюбный интерфейс
  - Ценовой фактор
- 5.4. Данные характеристики позволяют венчурным инвесторам эффективно использовать JD Edwards в качестве инструмента повышения качества управления портфельной компанией и оперативного контроля за ее деятельностью.

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

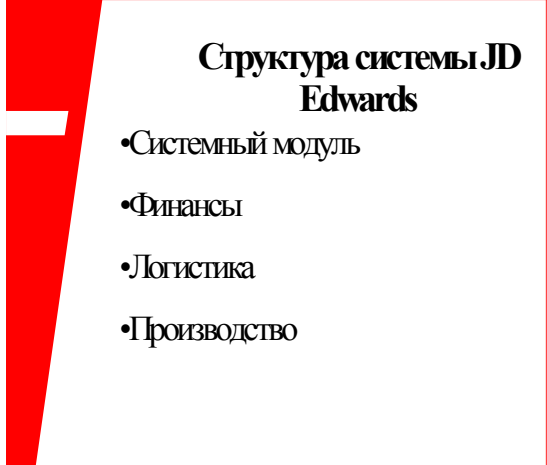
5.5. Являясь системой управления ресурсами предприятия, JD Edwards позволяет автоматизировать не только процессы, связанные с ведением бухгалтерского учета, но и процессы связанные с товародвижением в части закупки, внутреннего перемещения и реализации товаров, по контрактного учета, оперативного отслеживания складских запасов в разрезе местоположения и номенклатуры. В области управленческого учета система предоставляет гибкие возможности для учета затрат и доходов, соответственно, по центрам затрат и доходов, средства для автоматического распределения накладных расходов, бюджетирования и консолидации. Система является мультивалютной, что очень удобно при необходимости учета хозяйственных операций в нескольких валютах при осуществлении компанией интернациональных операций или предоставлении отчетности материнской компании в отчетной валюте.

*ОПИСАНИЕ ФУНКЦИОНАЛЬНОСТИ*

5.6. Ценность системы, в первую очередь, определяется ее функциональностью. Ниже в сжатом виде представлен обзор функциональности JD Edwards

 <p><b>Функциональность системы JD Edwards</b></p>	<p>Комментарии</p> <p>Основным достоинством функциональности JD Edwards является гибкость. Гибкость позволяет использовать большое количество описательных полей при осуществлении запросов и генерации отчетов. Встроенный инструмент написания отчетов (Enterprise report</p>
---	---

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

	<p>writer) позволяет обращаться к таблицам данных в системе с помощью простых и наглядных средств, не взламывая кодировки программы. Интерфейс позволяет пользователям работать с индивидуальными настройками, а также работать на разных языках.</p>
 <p><b>Структура системы JD Edwards</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Системный модуль</li><li>• Финансы</li><li>• Логистика</li><li>• Производство</li></ul>	<p>Комментарии</p> <p>В JD Edwards используется пакетный принцип обработки информации. В то же время важнейшие запросы могут осуществляться интерактивно. Соответственно изменяя опции обработки для пакетных и интерактивных подпрограмм достигается гибкость в удовлетворении информационных запросов пользователей. Структура системы является типичной для ERP систем.</p>

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

<p><b>Структура системы JD Edwards Системный модуль</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Глобальные установки (адреса, налоговые реквизиты)</li><li>• Схема документооборота</li><li>• Рабочее место руководителя</li><li>• Инструментарий для организации электронной торговли</li><li>• Полезный инструментарий</li><li>• Инструментарий для администрирования базы данных</li></ul>	<p><b>Комментарии</b></p> <p>Системный модуль отвечает за организацию работы в системе. В нем устанавливаются ключевые настройки, позволяющие пользователям эффективно использовать возможности системы, а также разграничение прав доступа и правила безопасности. Здесь же заложена функциональность, для организации электронной торговли. Системный модуль отвечает за функциональность по системному администрированию.</p>
---	--

<p><b>Структура системы JD Edwards Финансы</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Определение структурных единиц</li><li>• Определение Плана счетов</li><li>• Определение плановых показателей</li><li>• Учет расчетов с поставщиками</li><li>• Учет расчетов с заказчиками</li><li>• Учет Основных средств</li><li>• Учет расчетов с дочерними лицами</li><li>• Учет Проектов</li><li>• Биллинговая система по контрактам</li><li>• Многовалютный учет</li></ul>	<p><b>Комментарии</b></p> <p>Финансовый модуль системы отвечает за регистрацию операций компании, оперативную подготовку финансовой отчетности, а также удовлетворение запросов пользователей в части управленческого учета. Возможность ведения нескольких альтернативных планов счетов, одновременной регистрации операций в нескольких валютах, а также гибкая система определения центров затрат - вот краткий перечень достоинств данного модуля.</p>
--	--

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

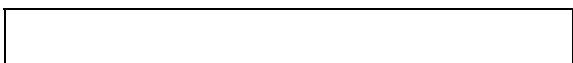
<p><b>Структура системы JD Edwards</b> <b>Логистика</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Управление товарно-материальными ценностями</li><li>• Управление складским запасом</li><li>• Управление заказами на закупку</li><li>• Управление заказами на продажу</li><li>• Материальное планирование</li><li>• Организация торговли через Интернет</li><li>• Управление транспортом</li></ul>	<p>Комментарии</p> <p>Управление товарными запасами, возможность отслеживать товародвижение от момента заказа до получения товара на склад, а также от момента получения заказа на закупку до момента доставки покупателю - важный элемент контроля на предприятии. Данная информация также незаменима при планировании закупок и продаж, управления товарными запасами.</p>
<p><b>Критичные параметры</b> <i>Определение складского запаса</i></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Код</li><li>• Описание</li><li>• Цвет</li><li>• Размер</li><li>• Физико-химические свойства</li><li>• Баркод</li><li>• Минимальный уровень запаса</li><li>• Розничная цена</li><li>• Единица измерения</li><li>• Код страны</li></ul>	<p>Комментарии</p> <p>Описанные параметры являются исходными данными для кодировки товаров в системе. Затем на основе информации, содержащейся в коде товара, а также дополнительных признаков возможен эффективный анализ товарооборота, оборачиваемости по центрам прибыли, а также анализ рентабельности по наименованиям товаров и поставщикам. Оперативная информация о наличие товарных остатков позволяет наиболее полно удовлетворять запросы покупателей</p>

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

5

<p style="text-align: center;"><b>Критичные параметры</b></p> <p><i>Определение поставщика</i></p> <ul style="list-style-type: none"><li>•Код</li><li>•Описание</li><li>•Налоговые идентификаторы</li><li>•Адреса и банковские реквизиты</li><li>•Код разности</li><li>•Группировки</li></ul>	<p>Комментарии</p> <p>Данные о поставщиках служат основой стабильного осуществления закупок и оптимизации финансовых потоков при расчетах за полученные товары / услуги. Автоматизация расчетов позволяет установить эффективный контроль за расходованием денежных средств компании, а также снизить трудозатраты на учет расчетов с поставщиками. Налоговые идентификаторы позволяют автоматизировать учет входящих налогов.</p>
---	--

<p style="text-align: center;"><b>Критичные параметры</b></p> <p><i>Определение клиента</i></p> <ul style="list-style-type: none"><li>•Код</li><li>•Описание</li><li>•Налоговые идентификаторы</li><li>•Адреса и банковские реквизиты</li><li>•Код разности</li><li>•Группировки</li></ul>	<p>Комментарии</p> <p>Функциональность программы в части расчетов с покупателями позволяет осуществлять текущий контроль за объемами дебиторской задолженности, эффективно решать проблемы сбора средств и предотвращать возникновение просроченной задолженности. Продуманная система авторизации позволяет вести учет по центрам ответственности вплоть до конкретных менеджеров, ответственных за принятие тех или иных решений.</p>
--	---



*ТЕХНИЧЕСКАЯ ПОДДЕРЖКА И АРХИТЕКТУРА*

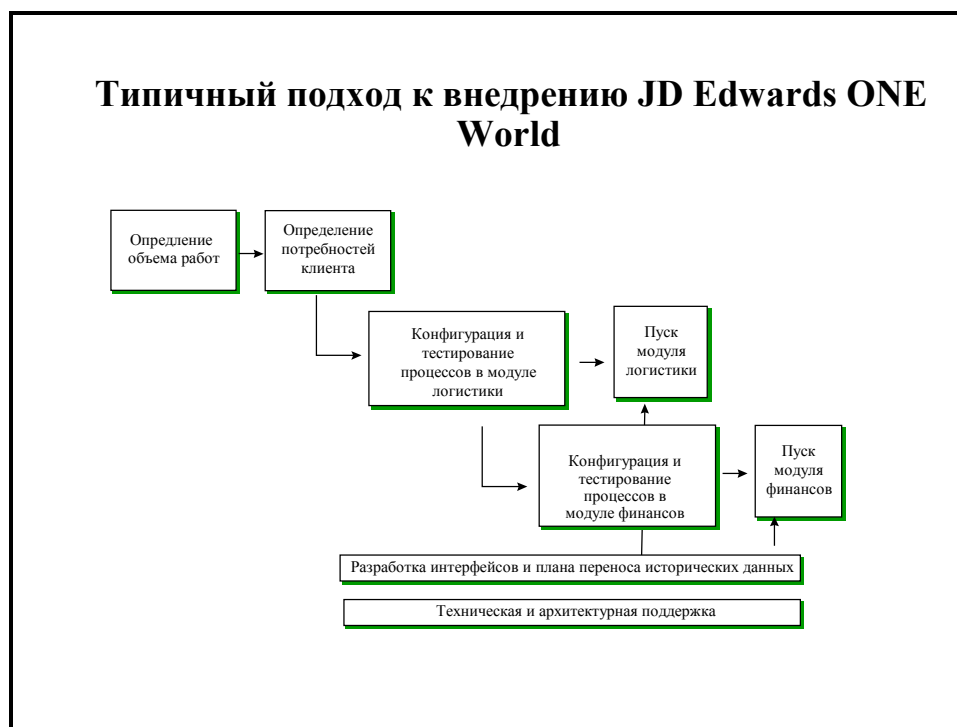
5.7. Рекомендованной платформой для установки JD Edwards является сервер IBM С - 400. Установка системы производится на основе системы управления базами данных Oracle. Возможны альтернативные решения на платформах HP и Compaq. Кластерные решения повышают надежность системы, однако влияют на увеличение расходов по установке и технической поддержке. Требования к производительности рабочих станций пользователей устанавливаются на минимальном уровне как Pentium 100, RAM 96 МВ.

5.8. Для обслуживания системы необходимо минимум три администратора - общесетевой администратор, администратор СУБД Oracle, а также собственно администратор JD Edwards.

*ПОДГОТОВКА К РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТА*

5.9. На достаточно общем уровне подход к внедрению JD Edwards может быть представлен в форме следующей диаграммы:





5.10.

5.11. Разумеется, что при внедрении разрабатывается подробный поэтапный план работ с указанием ресурсов и трудозатрат. Данный документ обычно готовится средствами Microsoft Project и имеет внушительный объем - в среднем 30 - 50 страниц.

5.12. Решающее значение при планировании и осуществлении проекта является диагностика потребностей клиента и учет требований, предъявляемых клиентом к функциональности системы. Для оптимального определения потребностей клиента необходимо принимать во внимание структуру компании как в разрезе функций подразделений, с учетом подчиненности, так и в разрезе месторасположения подразделений компании. До начала внедрения необходимо добиться полного взаимопонимания клиента относительно ожидаемых результатов проекта, объема работ и требуемых ресурсов.

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

5.13. Ниже представлена упрощенная схема определения ключевых потребностей клиента в приложении к функциональности системы



5.14.

*РЕАЛИЗАЦИЯ ПРОЕКТА*

5.15. Мои обязанности на проекте по внедрению JD Edwards заключались в следующем:

- Планирование и координация работы группы финансов на стадии дизайна бизнес - процессов компании
- Подготовка отчета о слабых сторонах существующих бизнес - процессов
- Подготовка предложений по редизайну бизнес - процессов
- Разработка плана счетов компании в соответствии с функциональностью системы и требованиями действующего законодательства в области бухгалтерского учета

---

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

5

- Мэппинг российского плана счетов в соответствие со стандартами US GAAP
- Структурирование и кодировка центров затрат, центров доходов
- Планирование и координация работы группы внедрения в области финансов
- Дизайн и конфигурация существующих бизнес - процессов в области финансов в системе
- Подготовка материалов по обучению персонала клиента
- Проведение обучения персонала клиента работе с финансовым модулем в системе

*ОСОБЕННОСТИ И СЛАБЫЕ МЕСТА СИСТЕМЫ JD EDWARDS, ВЫЯВЛЕННЫЕ В ХОДЕ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТА ПО ВНЕДРЕНИЮ*

- 5.16. Гибкая функциональность системы определяет повышенную ответственность деятельности администратора системы. Для ограничения возможных негативных действий пользователей необходима тщательная организация работы пользователей. Определение уровня доступа для различных категорий пользователей, ограничение функциональности системы для определенных категорий пользователей, повышенное внимание к безопасности.
- 5.17. Система JD Edwards ONE World является относительно молодым программным продуктом, поэтому некоторая функциональность требует дополнительного тестирования.
- 5.18. Система находится в стадии выхода на российский и рынок. Соответственно не опробованы временем возможности локализации системы в соответствии со специфическими требованиями российского законодательства в области налогообложения и

---

МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФПИ

5

бухгалтерского учета, а также кастомизации системы в соответствии со специфическими требованиями конкретных предприятий в части, не покрытой стандартной функциональностью системы.

- 5.19. Впрочем практический опыт свидетельствует, что данные проблемы не являются непреодолимыми, и по моему убеждению, система имеет хорошие перспективы продвижения на российском рынке.

*ВКЛАД JD EDWARDS В УВЕЛИЧЕНИЕ СТОИМОСТИ ПОРТФЕЛЬНОЙ КОМПАНИИ*

- 5.20. Во - первых, сама по себе внедренная система подразумевает наличие у компании ценного нематериального актива, влияющего на оценку компании потенциальными покупателями.

- 5.21. Во - вторых, сложно переоценить роль современного инструмента автоматизации бизнес - процессов компании, каким в полной мере можно считать JD Edwards. Зачастую уже на стадии внедрения в компании производится оптимизация организационной структуры, пересмотр функций отдельных подразделений, оптимизация бизнес - процессов и как следствие - пересмотр кадровой политики. Во многих случаях внедрение системы позволяет самой компании лучше разобраться в собственной деятельности, более эффективно перераспределять ресурсы, существенно снизить непроизводительные расходы.

- 5.22. К сожалению внедрение систем класса JD Edwards обходится достаточно дорого и может быть по силам лишь достаточно крупным компаниям. В то же время именно крупные компании с объемом продаж более 30 млн. долл. сталкиваются с проблемами отсутствия адекватной управленческой информации особенно остро. В данном случае уместно привести лозунг, отражающий философию JD Edwards - “The Softwear is the Solution”.

---

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

### ФОНДЫ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ<sup>16</sup>

#### *ЗАРУБЕЖНЫЕ ВЕНЧУРНЫЕ ФОНДЫ В РОССИИ*

- 6.1. По данным аналитической группы компании “ПроИнвест” в настоящее время декларируют свое присутствие в России более 40 венчурных фондов с заявленным капиталом 4,3 млрд. долларов. На территории России размещены представительства около 30 управляющих компаний венчурных фондов.
- 6.2. Все действующие зарубежные фонды можно условно разделить на три группы:
- фонды, капитал которых полностью или частично сформирован Европейским банком реконструкции и развития (фонды ЕБРР) с участием других международных финансовых организаций
  - активно действующие в России фонды, в создании и деятельности которых, наряду с корпоративными и частными инвесторами, в той или иной форме участвуют иностранные государства
  - частные фонды, заявившие о своей заинтересованности в присутствии на российском рынке, проявившие различную степень деловой активности

#### *ФОНДЫ ЕБРР*

- 6.3. По словам Раймонда Курта Гейгера в России в настоящее время действуют 19 региональных венчурных фондов, капитал которых образован за счет средств Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), принявшего на себя обязательства в размере 350 млн. долл. заявленного капитала. Расходы на содержание и обеспечение деятельности фондов покрываются из средств технической поддержки, безвозмездно выделяемых правительствами стран "Большой семерки".

---

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

- 6.4. Фонды были сформированы в 1993-1994 годах в рамках программы поддержки частных и приватизированных предприятий преимущественного среднего бизнеса.
- 6.5. С начала реализации программы на 16.04.99 всеми фондами было осуществлено инвестирование 46 российских компаний на общую сумму 90,6 млн. долл., что составляет 25,8% от суммы заявленного капитала фондов.
- 6.6. Отраслевые предпочтения в явном виде не выражены: проинвестированные компании специализируются в 32 видах деятельности, в т.ч. переработка древесины, полиграфия – по 4 компании; производство молочных продуктов, оптовая торговля – по 3 компании; переработка мяса, производство стройматериалов, автотранспорт, производство пластика, пошив одежды – по 2 компании.
- 6.7. Средний размер инвестиции – около 2 млн. долл., интервал значений – от 0,5 млн. долл. до 4,5 млн. долл. Существует практика совместного финансирования несколькими фондами одной компании (петербургские компании по переработке мяса и торговле медицинскими препаратами, нижегородская компания по производству медицинских препаратов)..
- 6.8. Совершенно очевидно тяготение зарубежного венчурного капитала к промышленно развитому Северо-западу России. Суммарный капитал венчурных фондов Санкт-Петербурга, Северо-запада и Запада, Центральной России составляет 120 млн. долл., или 34% заявленного капитала всех региональных фондов ЕБРР. Кроме того, одна из петербургских компаний была дополнительно проинвестирована фондом Нижнего Поволжья. При этом доля уже инвестированных в предприятия города средств у Санкт-

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

Петербургского фонда составляет 48,7%. Это является наиболее высоким показателем для группы фондов ЕБРР. Таким образом, ярко выражена как концентрация средств в регионе, так и высокая активность в их размещении.

- 6.9. Все региональные фонды характеризуются тем, что единственным их акционером является ЕБРР. Стратегия фонда в первую очередь определяется минимизацией рисков, которая достигается путем тщательного выбора пусть низкодоходных, но достаточно надежных проектов. Срок существования фондов - 10 лет, что обеспечивает временной лаг как для беспримысленного выбора и реализации проектов, так и для достижения определенной стабильности в политической и экономической ситуации в стране. Кроме того, для снижения риска средства вкладываются только совместно со стратегическим зарубежным партнером либо российскими федеральными или региональными структурами. Также примечательны и предпочтения по стадиям инвестирования – "расширение" и более поздние стадии. Это предполагает инвестиции в стабильно действующие предприятия со сложившейся командой и достаточной историей, что в значительной степени снижает риск неудачи.
- 6.10. ЕБРР полностью сформировал капитал двух венчурных фондов долевого участия в малых предприятиях, учрежденных в январе 1995 года в Нижнем Новгороде (5 млн. долл.) и в июне 1995 года в Санкт - Петербурге (10 млн. долл.). Фонды направлены на поддержку малого бизнеса и развиваются достаточно динамично: в портфеле нижегородского фонда 14 компаний с общим объемом инвестиций 2,35 млн. долл. (47% размера фонда), у фонда в Санкт - Петербурге – 10 компаний с объемом инвестиций 3,79 млн. долл. (38%), из которых 1,6 млн. долл. – повторные инвестиции в 6 компаний. Так как отраслевыми предпочтениями фондов является

**ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ**

производство товаров и услуг, обладающих явными конкурентными преимуществами, среди предприятий-реципиентов преобладают производители продуктов питания, тары и упаковки, стройматериалов, одежды, изделий из древесины. Однако есть и высокотехнологичные предприятия по изготовлению алюминиевых и титановых деталей для автомобилей и велосипедов (Н. Новгород), специального сварочного оборудования (Санкт - Петербург).

6.11. Особо следует сказать о Российском технологическом фонде, капитал которого также сформирован ЕБРР с участием Международной финансовой корпорацией (МФК) из группы Мирового банка. Указанный фонд с капиталом 10 млн. долл. интересен своей ориентацией на осуществление венчурных инвестиций в предприятия, разрабатывающие и внедряющие инновационные технологии для внутреннего рынка. Хотя фонд не определяет региональных предпочтений, его деятельность в настоящее время ограничена С.-Петербургом, там же расположено и представительство фонда. За время существования фонд осуществил инвестиции в 4 портфельные компании общим объемом более 2 млн. долл. (около 25% капитала).

6.12. В целом при сравнении приведенных цифр можно отметить, что фонды, ориентированные на малые предприятия, более динамичны в своем развитии, как более динамичен и сам объект их вложений. Благоприятная ситуация для фондов малого бизнеса определяется сегодня колоссальной потребностью в инвестициях практически для всех предприятий, поэтому отсутствует дефицит в выборе реципиента (например, петербургским фондом долевого участия в малых предприятиях за время существования рассмотрено более 1000 заявок на инвестиции). Очевидно, что в такой массе предложений обязательно присутствуют 1 – 2% высокодоходных низкорисковых проектов. Можно также предположить, по тем же



## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

причинам, что первые "выходы" венчурного капитала произойдут именно в малом бизнесе.

- 6.13. Помимо описанных выше, ЕБРР принимал долевое участие в формировании еще ряда фондов, обычно совместно с МФК. В тех фондах, где ЕБРР и МФК не являются акционерами, имеющими контрольный пакет, влияние политических факторов не становится определяющим при выборе стратегии деятельности управляющих компаний. Стратегия определяется менеджерами компаний и отражает их профессиональные предпочтения и оценку ими состояния рынка и бизнеса в России. Суммарный капитал этих фондов составляет порядка 530 млн. долл. При этом надо отметить, что только 2 фонда из этой подгруппы ограничивают свою деятельность Россией, все остальные действуют в СНГ либо странах Восточной Европы, включая Россию. Четыре фонда этой подгруппы осуществили инвестиции в 82 компании на общую сумму порядка 270 млн. долл., при этом в России – не менее 200 млн. долл. в 69 компаний. Судя даже по этим неполным цифрам, можно сделать вывод о высокой активности профессиональных управляющих компаний, обусловленной в первую очередь хорошими перспективами для венчурных капиталистов на развивающемся рынке России. Например, созданный в 1994 году First NIS Regional Fund с капиталом 160 млн. долл. в апреле 1998 года выплатил акционерам в виде дивидендов 100 млн. долл., а в 1999 году, несмотря на августовский кризис, - 33,6 млн. долл. Причем в качестве меры противодействия повышению уровня риска, вызванного кризисом, руководством фонда избрано значительное увеличение объема прямых инвестиций в действующие предприятия реального сектора экономики.

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

- 6.14. Общим для фондов этой подгруппы является ориентация на предприятия среднего бизнеса, что подтверждается минимальным размером инвестиций от 1 млн. долл.

*ФОНДЫ С ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКОЙ*

- 6.15. К этой группе можно отнести 6 фондов с суммарным капиталом порядка 1,26 млрд. долл., осуществивших до настоящего времени прямые инвестиции общим объемом не менее 430 млн. долл. в несколько десятков российских компаний. К данным фондам относятся: два фонда – TUSRIF (The United States – Russia Investment Fund) и Defence Enterprise Fund – образованы из средств Правительства и Департамента обороны США соответственно; деятельность Investment Fund for Central and Eastern Europe (Дания) поддерживается государством, состав совета директоров фонда утверждается Министром иностранных дел Дании; акционерный капитал Agribusiness Partners International гарантирован правительственным агентством США по сельскому хозяйству и Корпорацией зарубежных частных инвестиций (OPIC). Эти фонды при осуществлении деятельности в значительной степени руководствуются правительственными стратегиями своих стран (США и Дании). Если американские фонды действуют в рамках межправительственных соглашений, основной задачей которых является поддержка рыночных реформ в России, то руководство датского фонда не скрывает протекционистской направленности своей деятельности: "наиболее значительным эффектом [деятельности фонда] является рост экспорта в страны Центральной и Восточной Европы в 90-е годы. Многие датские предприятия включили инвестиции в стратегию проникновения на рынки, защищенные тарифными барьерами." (из годового отчета за 1998 год).

**ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ**

- 6.16. Капиталы фондов AIG - Brunswick и Russia Partners сформированы финансовыми учреждениями, инвестиционными организациями, пенсионными фондами, частными лицами и компаниями США. Несомненно, эти фонды более свободны от необходимости учитывать в своей деятельности политические соображения. Солидность фондов и надежность вложения в них капиталов обеспечивается гарантиями ОПИС, защищающими акционеров от возможной потери капиталов. Однако наличие этих гарантий налагает определенные ограничения на осуществляемые фондами операции. Наряду с общепризнанными ограничениями, связанными с недопущением вреда окружающей среде, здоровью, благосостоянию и правам человека, существует запрещение инвестиций в проекты, наносящие ущерб торговле, коммерческим связям и занятости населения США (например, экспорт российских технологий подпадает под ограничения ОПИС). Более того, перед одобрением инвестиционного проекта ОПИС оценивает его согласуемость с экономическими и внешнеполитическими интересами США. Таким образом, деятельность фондов этой группы учитывает национальные интересы сформировавших их капиталов, что, впрочем, не умаляет ее значения для продвижения на российский рынок технологий венчурного бизнеса.
- 6.17. Из этой группы только TUSRIF ограничивает Россией зону своей деятельности. Для остальных фондов регионом интересов является СНГ (конечно, в значительной степени инвестиции концентрируются в России), страны Балтии, Центральной и Восточной Европы.
- 6.18. Отраслевые предпочтения фондов этой группы во многом совпадают с фондами ЕБРР: сельское хозяйство и пищевая промышленность, потребительские товары и услуги, телекоммуникации, строительство, фармацевтика и т.д. Отдельно в

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

этой группе стоит Defence Enterprise Fund (Фонд оборонных предприятий), основная задача которого – оказание помощи новым независимым государствам (NIS) – России, Украине, Казахстану и Белоруссии – в проведении приватизации оборонных предприятий и конверсии военных технологий и производственных мощностей. Фактически фонд осуществляет соинвестирование совместных конверсионных проектов российских оборонных предприятий с обязательным участием зарубежных партнеров соответствующего профиля. Предприятия Москвы и московского региона составляют 75% от числа российских портфельных компаний фонда, инвестиции в них составили 83% от общего объема инвестиций в Россию. Этот факт является подтверждением, во-первых, высокого научно-технического потенциала региона и, во-вторых, влияния местоположения представительства венчурного фонда на выбор предприятий-реципиентов.

- 6.19. В целом активность этой группы фондов в части прямых инвестиций значительно выше, чем фондов ЕБРР. По приблизительным оценкам объем размещенных в России средств уже значительно превышает 50% от общего объема предполагаемых инвестиций в российскую экономику. При этом фонд Russia Partners полностью инвестировал свои средства. Фонды этой группы осуществляют инвестиции в средние и крупные предприятия, минимальный размер инвестиций составляет 3 – 5 млн. долл.

#### ЧАСТНЫЕ ФОНДЫ

- 6.20. К этой группе можно отнести около 20 фондов, суммарный заявленный капитал которых составляет не менее 2,2 млрд. долл. Сложность в описании деятельности данных фондов состоит в закрытом характере информации о их деятельности.

**ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ**

- 6.21. Состав этой группы фондов весьма разнообразен как по размерам капитала, так и по страновой принадлежности. Здесь присутствуют американские гиганты типа Morgan Stanley Dean Witter, NCH Advisors с капиталами 300 – 700 млн. долл. и небольшой британский фонд Red Tiger с 15 млн. долл. капитала, финский FINNFUND и греческий Commercial Capital. Региональные интересы этих фондов редко ограничиваются только Россией, обычно это СНГ либо еще шире - европейские страны, в т.ч. СНГ. При этом известно, что большинство этих фондов активно действуют в странах Восточной и Центральной Европы, Черноморского бассейна. Отраслевые предпочтения характерны для фондов, действующих на развивающихся рынках: телекоммуникации, потребительские товары и услуги, фармацевтика и медицина, продовольственные товары, природные ресурсы. Ряд фондов проявляет интерес к российским технологиям: Morgan Stanley Global Emerging Markets, Cruises Capital Management Fund, Commercial Capital, NIS Transformation Fund.
- 6.22. Отличительной особенностью этих фондов является полная независимость в принятии решений по инвестициям – в основном их капиталы сформированы негосударственными корпоративными и частными инвесторами. Основное условие – удовлетворение интересов партнеров, в первую очередь обеспечение высокой доходности на вложенный капитал. Поэтому совершенно очевидны причины неопределенности их позиции по вопросу деятельности в России: высокие риски, связанные с нестабильностью политической и экономической ситуации в стране; неразвитость рынка ценных бумаг; таможенные тарифы и ограничения и т.д. Однако, несомненно, фонды этой группы даже в послекризисный период сохраняют серьезную заинтересованность в расширении своего присутствия на перспективном российском рынке, разрабатывают оптимальные стратегии своей инвестиционной деятельности.

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

Свидетельством тому является проведение регулярных совещаний представителей инвестиционных и венчурных фондов по оценке ситуации в странах Восточной Европы и СНГ, в том числе России, и принятию согласованных решений по дальнейшей деятельности. В частности, последнее подобное совещание проходило в Польше в сентябре нынешнего года. Несмотря на то, что в настоящее время менеджеры фондов придерживаются стратегии "stand-by", не вызывает сомнений, что при стабилизации ситуации в стране значительные объемы "придерживаемых" в настоящее время зарубежных венчурных инвестиций могут быть в короткие сроки привлечены в ключевые секторы российской экономики.

- 6.23. Недостаточность информации не позволяет дать исчерпывающую и полностью объективную характеристику деятельности фондов этой группы в России.

### *КРАТКИЕ ВЫВОДЫ*

- 6.24. Наибольшую активность в России проявляют фонды первой и второй группы, сформированные и действующие с участием международных финансовых организаций и государств-доноров.
- 6.25. Деятельность данных фондов во многом определяется политическими соображениями и не в полной мере соответствует классическим схемам функционирования ФПИ. Тем не менее данные фонды имеют важное значение для продвижения идеологии венчурного бизнеса в России, а также являются ориентиром для независимых инвесторов.
- 6.26. Фонды третьей группы, представляющие классический венчурный капитал, пока не вышли на российский рынок в полном объеме. Но, по большому счету, именно их позиция является характеристикой инвестиционной привлекательности России. Выход этих фондов из

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

режима ожидания и переход к активной деятельности станет действительным подтверждением изменения инвестиционных приоритетов зарубежного капитала в пользу России.

### *РОССИЙСКИЕ ВЕНЧУРНЫЕ ФОНДЫ*

- 6.27. По информации, прозвучавшей в докладе Алексея Власова, председателя Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования (РАВИ) на международной конференции, посвященной вопросам развития венчурной индустрии в России состоявшейся в ноябре 1999 г. в Санкт - Петербурге, доля российских венчурных фондов в общем объеме венчурных инвестиций в России составляет около 1%.
- 6.28. По информации аналитической группы “ПроИнвест” имеются следующие данные о деятельности отечественных венчурных фондов.
- 6.29. “Практический опыт венчурного финансирования инноваций в России чрезвычайно скуден, хотя о необходимости внедрения этого механизма говорилось с достаточно высоких трибун. Основной причиной слабости государственной поддержки, несомненно, является недостаток бюджетных средств. Тем не менее, именно профессионалы – руководители государственных структур поддержки инноваций в последние годы активно способствуют реальному внедрению венчурных механизмов. В частности, Правительством РФ в июле 1997 года было принято решение о создании Российского венчурного фонда (РВФ). Министерство науки и технологий при поддержке Минфина и Минэкономики России в конце 1997 организовало и провело конкурс на отечественную управляющую компанию этого фонда. В конкурсе победила команда сильных российских менеджеров научно-производственного центра "Солитон", имевшая сформированный

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

портфель инновационных компаний с коммерчески привлекательными проектами. Менеджеры "Солитона" сформировали Управляющую компанию РВФ – Объединенную компанию высокорискового инновационного финансирования – "ОК ВИНФИН". Хотя по ряду причин формирование Российского фонда до настоящего времени не завершено, опыт и усилия инициативной группы привели к созданию Внебюджетного венчурного фонда, учредительные документы которого зарегистрированы в сентябре нынешнего года. В качестве управляющей компании фонда также выступает "ОК ВИНФИН".

- 6.30. Более успешно сложилась судьба Самарского венчурного фонда (Самвен-Фонд), образованного постановлением Губернатора Самарской области от 22.05.96г. №134. Учредителями его являются Администрация Самарской области и государственный Фонд содействия развитию малых предприятий в научно-технической сфере (ФНТС). Самвен-Фонд имеет ярко выраженную региональную направленность, осуществляя консультационную и финансовую поддержку инновационных проектов малых предприятий области на начальных этапах развития компаний. На 01.07.99г. в Самвен-Фонд поступило 76 инновационных проектов, из которых 22 получили финансовую поддержку как со стороны Фонда, так и от фондов федерального уровня, а также внебюджетных инвесторов на общую сумму 7547 тыс. рублей. В настоящее время Фондом подготовлены для прямого венчурного инвестирования 5 малых предприятий научно-технической сферы.
- 6.31. Весьма интересна деятельность частной венчурной компании "РостИнвест". Фирма, созданная в марте 1992 года (!) в Москве, реализует классическую американскую технологию венчурного финансирования. Спецификой компании является объединение функций фонда и управляющей компании. Результаты работы



---

**ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ**

6

фирмы подтверждают безусловную адаптируемость механизма венчурного инвестирования к российским условиям. В период с 1992 по 1995 год фирмой были осуществлены инвестиции в 9 портфельных инновационных компаний на стадии "start-up". Средний размер доли в капитале портфельных компаний составляет 30 %, менеджеры фирмы занимают ключевые посты в их советах директоров. В течение 1994 – 1997 годов реализован ряд промежуточных выходов капитала, в ближайшие 1 – 2 года планируется осуществление полного выхода капитала из двух портфельных компаний путем продажи доли (пакета акций) стратегическому инвестору. По оценкам независимых экспертов, нынешняя стоимость предполагаемых к продаже принадлежащих фонду пакетов акций двух компаний более чем в 20 раз превышает первоначальные инвестиции (в сопоставимых ценах).”

6.32. На мой взгляд, единственным примером действительно заслуживающим внимания является деятельность самого фонда “ПроИнвест”, однако объективность информации в данном случае может быть подвергнута сомнению. Примеры 1 и 2 попросту нематериальны и могут иметь ценность только с точки зрения популяризации венчурного инвестирования в России.

6.33. Вывод - роль российского капитала в венчурном капитале в России крайне ограничена.

**ФОНДЫ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ - ПРИОРИТЕТЫ РАЗВИТИЯ**

6.34. Важным событием в развитии венчурного инвестирования в России стала международная конференция, организованная РАВИ при активной поддержке EVCA и при участии Мин. Науки “Белая Книга: Венчурное инвестирование в России”.

---

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

- 6.35. На конференции звучали доклады А. Власова, Председателя РАВИ, представителей венчурных фондов, выступили с обращениями вице-премьер Илья Клебанов и министр науки Михаил Кирпичников. В форме письма передал свои приветствия участникам форума Владимир Путин.
- 6.36. В ходе конференции широкой публике был представлен документ под названием “Белая книга”, в котором РАВИ при активной поддержке ЕВСА были изложены основные проблемы и приоритеты развития отрасли.
- 6.37. Основной мыслью данного документа стал призыв к развитию малых и средних предприятий в России. При этом приводилась следующая статистика:
- 6.38. “В России в МСП занято приблизительно 8% работающих, тогда как в Евросоюзе эта цифра составляет более 60%, а в Японии почти 80%. В России на одну тысячу населения приходится 6 МСП, в то время как в Евросоюзе - 45. В настоящее время МСП представляют собой наиболее динамично развивающуюся сферу экономики и дают около 10% - 12% ВВП России”.
- 6.39. Также документом были определены пять приоритетных направлений по созданию в России здоровой почвы для развития венчурного бизнеса. Этими приоритетами являются:
- “Переориентирование системы налогообложения на получение прибыли, создание понятного механизма взимания налогов и недопустимость правил обратной силы.
  - Внесение поправок в хозяйственное право, нацеленных на создание условий для инвестирования венчурного капитала.
  - Упрощение требований к регистрации венчурных фондов.

---

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ

- Содействие развитию финансовой инфраструктуры, отвечающей требованиям бизнеса.
  - Создание благоприятных условий для поддержки предпринимательства.
- 6.40. Также необходимо отметить, что при подготовке данного “манифеста” российских венчурных инвесторов - основная роль принадлежала специалистам РАВИ / EVCA, поддерживаемых Европейской Комиссией в рамках программ PHARE и TACIS, с активным участием специалистов EBRD. Данные обстоятельства определили скорее политический и декларативный характер данного документа вместо конкретных предложений по перечисленным направлениям.
- 6.41. По моему мнению данные направления важны в долгосрочной перспективе для повышения общей конкурентоспособности России на мировых рынках капитала, однако для оперативного развития венчурного бизнеса в России принципиально важен приток российского капитала в этот бизнес. Для этого потребуются два принципиально важных условия: налоговая амнистия экспортированного капитала, а также политическая и социальная стабильность в обществе
- 6.42. Государственная поддержка венчурного бизнеса, безусловно, необходима. Государственное регулирование в форме налоговых льгот, упрощения процедур валютного регулирования и контроля, а также требований к регистрации компаний с венчурным капиталом, несомненно, окажет позитивное влияние на развитие венчурных инвестиций в России. Однако наивно ожидать наплыва венчурных инвесторов, как российских, так и зарубежных сразу по принятии соответствующих нормативных актов. Особенность государственного регулирования венчурной отрасли по сравнению,

**ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ**

скажем, с инвестиционной деятельностью на публичных рынках капитала, - в отсутствие какого - либо специфического регулирования. Поскольку инвестиционная деятельность ФПИ носит долгосрочный характер, венчурные инвесторы ждут от государства прежде всего стабильности - т.е. нормального выполнения возложенных на него функций и отсутствия искусственных барьеров. Под “нормальным выполнением возложенных функций” я понимаю разумное законотворчество в области хозяйственного права, минимизацию бюрократических процедур, борьбу с коррупцией, стабильную экономическую политику и политический курс. Венчурные инвесторы - в подавляющем большинстве - профессионалы, сознательно принимающие на себя высокие риски для получения дополнительной доходности, поэтому они не требуют от государства дополнительной защиты, за исключением подразумевающихся гарантий прав собственности. В частности, во всем мире для венчурных инвесторов большое значение имеют гарантии прав собственности в области патентного права, защита прав акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, процедуры банкротства, недискриминационная политика в отношении иностранных инвесторов. Важную роль играют умеренные законодательные ограничения на размещение средств институциональных инвесторов и коммерческих банков в фонды венчурного инвестирования.

- 6.43. В заключение работы, я хотел бы еще раз подчеркнуть тезис о том, что венчурная индустрия по своему характеру не может быть государственной или “сверху” культивироваться на российской почве. Роль государства должна сводиться к обеспечению нормальных условий хозяйственной деятельности и, соответственно, максимальному снижению страновых рисков, но это уже предмет для отдельного исследования, лежащий за рамками данной работы.

## **КРАТКИЕ ВЫВОДЫ К РАБОТЕ**

- 7.1. Механизм венчурного инвестирования может быть использован в качестве фактора интенсивного экономического роста.
- 7.2. Пулы независимых инвесторов в акции - новый класс инвестиционных активов, обеспечивающих доходность, значительно превышающую доходность традиционных финансовых инструментов. Инвестиции в пулы независимых инвесторов связаны с повышенным уровнем риска.
- 7.3. Фонды прямых инвестиций в качестве источников капитала для развивающихся или реструктуризируемых компаний имеют присущую им специфику и существенно отличаются от традиционных форм финансирования бизнеса.
- 7.4. Для снижения уровня риска и повышения доходности фонды используют специфическую организационную структуру и специальную технологию работы.
- 7.5. Основная нагрузка при разрешении потенциальных конфликтов интересов ложится на соответствующим образом составленные учредительные документы. Концептуально, к основным причинам конфликтов относятся неопределенность и асимметричность информации.
- 7.6. Технологически срок жизни фонда разбит на несколько циклов, каждый из которых представляет собой набор последовательных действий по сбору средств, поиску портфельных компаний подготовке компаний к “выходу”, выходу из проекта и поиску новых инвесторов управляющей компанией.

---

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- 7.7. В России индустрия венчурного капитала не развита и на 99% представлена иностранным капиталом. Основными факторами развития венчурной индустрии в России являются
- Популяризация механизмов венчурного бизнеса
  - Государственная поддержка малого и среднего бизнеса в области высоких технологий
  - Привлечение российского капитала (в том числе институциональных инвесторов, банков и частных лиц.)
  - Оздоровление инвестиционного климата в стране
- 7.8. По моим прогнозам активное развитие деятельности ФПИ в России можно ожидать через три - четыре года при сохранении политической и социальной стабильности в обществе. Данный прогноз основан на том, что приблизительно через два - три года фонды, первыми осуществившие вложения в российскую экономику, перейдут к осуществлению выходов, многие из которых окажутся успешными. За то же время произойдет восстановление национального фондового рынка, стимулирующее активность венчурных инвесторов. Это окажет позитивное воздействие как на иностранных инвесторов, занявших выжидательную позицию, так и на российский капитал, в первую очередь банковский и страховой.
- 7.9. В целом характер статистики венчурной индустрии развитых стран позволяет сделать выводы о цикличности отрасли. В то же время с развитием технологии, финансовые рынки требуют новых продуктов инвестиционных продуктов, а высокотехнологичные компании новых методов финансирования. Таким образом можно ожидать последовательного роста удельного веса пулов независимых инвесторов в финансировании инвестиционной деятельности.

## СПИСОК МАТЕРИАЛОВ, ИСПОЛЬЗОВАННЫХ В РАБОТЕ

1. Venture Capital and Private Equity, Josh Lerner, Harvard Business School and National Bureau of Economic Research, John Wiley & Sons, Inc.
2. Сообщения "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
3. Сообщения National Venture Capital Association за 1996 – 1999 годы
4. Отчет National Venture Capital Association за 1990 г.
5. Отчет Overseas Private Investment Corporation за 1991 г.
6. Обзор инвестиционной деятельности в 1998 году. EVCA, 1998 год
7. Венчурный капитал в странах СНГ. Справочник. EVCA, 1998 год.  
Пер. с английского И. Богданова при участии Российского технологического фонда (С.-Петербург)
8. Публикации журнала "Рынок ценных бумаг" за 1998 – 1999 годы
9. Wall Street Journal VOL. XVII NO. 211 FRIDAY - SATURDAY, NOVEMBER 26-27, 1999 "Venture Capitalists Evaluate Russia"
10. Материалы следующих Web-сайтов:
  - ⇒ NASBIC - [www.nasbic.org](http://www.nasbic.org)
  - ⇒ NVCA - [www.nvca.org](http://www.nvca.org)
  - ⇒ Thomson Financial Services - [www.tfp.com](http://www.tfp.com)
  - ⇒ Venture Economics Investor Services - [www.ventureeconomics.com](http://www.ventureeconomics.com)
  - ⇒ VentureOne Corporation - [ventureone.com](http://ventureone.com)
  - ⇒ EVCA - [evca.com](http://evca.com)
  - ⇒ BVCA - [bvca.com](http://bvca.com)
  - ⇒ RVCA / РАВИ - [rvca.ru](http://rvca.ru)

## **ССЫЛКИ НА МАТЕРИАЛЫ, ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ В РАБОТЕ**

- <sup>1</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>2</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>3</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>4</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>5</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>6</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>7</sup> - по сообщениям National Venture Capital Association за 1996 – 1999 годы
- <sup>8</sup> - по сообщениям National Venture Capital Association за 1996 – 1999 годы
- <sup>9</sup> - по сообщениям National Venture Capital Association за 1996 – 1999 годы
- <sup>10</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>11</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>12</sup> - по материалам агентства "Venture Economic News" за 1996 – 1999 годы
- <sup>13</sup> - по сообщениям National Venture Capital Association за 1996 – 1999 годы
- <sup>14</sup> - по сообщениям National Venture Capital Association за 1996 – 1999 годы
- <sup>15</sup> - при написании данной секции использовались внутренние материалы компании “Эрнст энд Янг”
- <sup>16</sup> - в ходе работы над данной секцией использовались материалы РАВИ, а также материалы, предоставленные аналитической группой компании “ПроИнвест”