

## ***Глава 1. Рынок венчурного капитала в Германии. Финансирование компаний роста до выхода на организованный рынок ценных бумаг.***

### **1.1. Определение понятий "компания роста" и "венчурный капитал".**

Во всем мире поддержка малых инновационных компаний рассматривается как часть стратегии ускорения экономического роста. Молодые инновационные фирмы сегодня обладают достаточным потенциалом для того, чтобы завтра стать ведущими компаниями. Не только в США, но и в Европе они относятся к движущей силе экономического прогресса. С точки зрения темпов роста и предоставления новых рабочих мест они намного обогнали 500 крупнейших европейских предприятий. (Приложение 1). Значение малого и среднего предпринимательства в экономике Германии можно проиллюстрировать следующими данными (см. Табл. 1)<sup>1</sup>:

Табл. 1.

Доля малых и средних предприятий в общей численности коммерческих предприятий.	99,6%
Процент занятых, работающих на малых и средних предприятиях.	68%
Процент добавочной стоимости, созданной малыми и средними предприятиями.	53%
Выручка малых и средних предприятий до налогообложения.	46,9%
Доля инвестиций, осуществляемых малыми и средними предприятиями, от общей суммы инвестиций.	45,4%

Но что же принято понимать под молодыми быстрорастущими фирмами?

Сразу можно отметить, что определения «компания роста», «венчурная фирма», «молодая быстрорастущая компания» далее будут рассматриваться как синонимы. Общепринятое определение этих понятий найти достаточно сложно. Некоторые авторы считают, что его вообще нет. P.Weimerskirch, например, определяет их через четыре отличительные критерия, важные с точки зрения финансирования данных фирм<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Министерство экономики (Bundesministerium für Wirtschaft).-1998.-с15-16.

<sup>2</sup> Pierre Wiemerskirch. Finanzierungsdesign bei Venture Capital Verträgen.-Wiesbaden, 1999.- с.6-7.

- Низкая способность к самофинансированию. На первых ступенях своего развития они остро ощущают недостаток ликвидных средств. Инвестиции в разработку и создание инновационного продукта проводятся в условиях полного отсутствия поступлений. Даже на более поздних стадиях развития компании испытывают постоянную нехватку денежных средств.
- Им нечего предложить в качестве обеспечения. Стоимость таких предприятий оценивается исключительно их способностью к росту. На стадии зарождения они не имеют почти никаких производственных мощностей. Всё, что у них есть, - это идея. Даже на последующих стадиях развития они имеют сравнительно мало имущественных ценностей.
- Существуют трудности в проведении оценки данных предприятий. История деятельности таких предприятий очень мала. Данных недостаточно, чтобы проанализировать развитие фирмы в прошлом. Стоимость можно оценить только на основе будущих Cash Flow. В силу того, что инвестору приходится полагаться только на оценку предполагаемых возможностей и успехов фирмы, инвестиции являются особорискованными.
- В отличие от утвердившихся фирм, которые производят продукцию, уже воспринятую рынком, молодые инновационные фирмы создают рынок новых товаров и услуг. Поэтому ко всем прочим рискам здесь добавляется ещё и риск восприятия продукта рынком.

К характеристикам, указанным выше, можно добавить ещё несколько отличительных критериев, приводимых в других источниках.

- Некоторые авторы полагают, что компанию можно считать молодой и быстрорастущей, если она относится к малой или средней. В Германии в этом случае ориентируются на правила, установленные IFM (Institut für Mittelstandsforschung). (Приложение 2). При этом, если часть компании принадлежит

крупной фирме, то её можно считать малой либо средней, если крупная фирма владеет не более 25% акций этой компании.

- Важным критерием, приводимым многими авторами, является скорость прироста выручки, которая у компании роста должна превышать средний уровень по отрасли.
- Дискуссии разворачиваются по поводу того, к каким сферам деятельности следует относить инновационные компании. Традиционно инновационными сферами деятельности считаются: ИТ-технологии, software, биотехнологию, телекоммуникации<sup>3</sup> и т.д. Однако достаточно много авторов склоняется к мнению, что не следует накладывать ограничения на отрасль, в которой действует компания: главное, чтобы продукт или процесс производства содержали элементы новизны. Решающим является дальнейшее развитие и применение инноваций.

Представленные выше критерии были предложены в работах различных авторов и являются больше теоретическими. Однако не последнюю роль играет определение, применяемое на практике. Специально для акций молодых, быстрорастущих компаний Deutsche Börse AG (DBAG) был создан торговый сегмент, носящий название Neuer Markt. Интересно, как в целях допуска на этот сегмент определяют понятие "компания роста". В правилах Neuer Markt (Regelwerk Neuer Markt) значится, что к компаниям роста «относятся малые и средние инновационные компании, которые открывают новые рынки сбыта, разрабатывают новые технологии производства, предлагают новые продукты и услуги. У предприятий должны быть предпосылки в будущем показать темпы роста выручки и прибыли превышающие среднюю величину по отрасли»<sup>4</sup>.

Из множества вышеприведённых критериев можно выделить определяющие для данной работы:

---

<sup>3</sup>Harhoff, Dietmar, Licht, Georg. Innovationsaktivitäten kleiner und mittlerer Unternehmen. Ergebnisse des Mannheimer Innovationspanels.- Band 8, Baden-Baden 1996.- с.42.

<sup>4</sup> Regelwerk Neuer Markt, Abschnitt 1, III.

1. Наличие у компании нестандартной идеи, которая является главной предпосылкой к росту, превышающему средний уровень по отрасли. Его можно оценить настоящим и прогнозируемым темпом прироста оборота, выручки и дохода.
2. Деятельность этих компаний сопряжена со сверхвысоким риском.
3. Сравнительно небольшой размер компании. Конкретные размеры задаваться не будут. В работе будут затронуты проблемы финансирования малых и средних компаний, начиная со стадии их зарождения до выхода на биржу, а также компаний, акции которых уже обращаются на Neuer Markt.

Далее можно перейти к определению понятия «венчурный капитал». С помощью венчурного капитала производится финансирование молодых инновационных фирм, для которых является проблематичным применение традиционных моделей финансирования. Здесь опять возникают проблемы с определением понятия. Дело в том, что однозначного определения попросту не существует.<sup>5</sup> Все понятия, в общем, отличаются тем, что одни дают определение в более широком смысле, другие - в более узком. Попытаемся определить понятие через признаки. Некоторые авторы к основным признакам венчурного капитала относят следующее<sup>6</sup>:

- Инвестор предоставляет венчурный капитал для финансирования малых и средних фирм, акции которых ещё не допущены к торгам на биржу. Эти средства для компании являются частью собственного капитала.
- Инвестор самостоятельно или через посредников предоставляет поддержку в управлении, имея достаточно большую степень контроля над фирмой.

---

<sup>5</sup> Matthias Schupper, Christian Ehlermann, Corporate Venture Capital-Köln, 2000.- с.1

<sup>6</sup> Matthias Schupper, Christian Ehlermann, Corporate Venture Capital- Köln, 2000.- с.2-3

- Расчёт на длительный срок инвестирования, но с определенной временной границей. Основная цель - получение дохода.
- Инвестору, предоставляющему венчурный капитал, принадлежит обычно не более 50% фирмы.

Приведенные выше признаки накладывают на понятие «венчурный капитал» и его поставщиков слишком строгие ограничения: финансирование фирм до выхода на биржу, предоставление дополнительной поддержки в управлении и т.д.

Наряду с этим можно встретить более общие определения: венчурный капитал - это «капитал, вкладываемый в проекты с повышенным уровнем риска; в основном вкладывается в новые или реорганизуемые компании, в т. ч. малые предприятия с высоким потенциалом развития, или просто в рискованные акции;...;прибыль получают, прежде всего, от быстрого роста стоимости акций».<sup>7</sup> То есть речь идёт о вложениях в акции вне зависимости от того, обращаются они на бирже или нет.

В немецком законодательстве определение венчурного капитала можно найти в третьей редакции Закона "О содействии развитию финансового рынка": «Вложения в венчурный капитал-это вложения в акции; в доли ООО (GmbH); обществ с дополнительной ответственностью(Kammanditgesellschaft или KG); вложения в качестве скрытого(stille)<sup>8</sup> вкладчика»<sup>9</sup>. Это определение, однако, не является общепризнанным.

Итак, во-первых, из определений следует, что с помощью венчурного капитала финансируется потребность в собственных средствах, а не заемный капитал. В работе

---

<sup>7</sup> Б.Г. Федеров. Новый англо-русский банковский и экономический словарь.-Санкт-Петербург, Лимбус Пресс,2000.-с.774.

<sup>8</sup> Данный вид вложений регулируется Законом о предпринимательстве (Handelsgesetzbuch §230-236). Здесь речь идёт о таком виде вложения, при котором «скрытый инвестор» предоставляет деньги одному из владельцев фирмы на покупку дополнительной части данной фирмы. В законе сказано, что участие скрытого инвестора в убытках фирмы допустимо и регламентируется договором между сторонами, а вознаграждение должно находиться в зависимости от прибыли. Данные инвестиции занимают промежуточное место между кредитом и вложениями в собственный капитал фирмы. Обычно данный вид вложений делают для того, чтобы не испортить репутацию, так как банкротство не будет лежать на совести "скрытого инвестора".

<sup>9</sup> Drittes Finanzmarktförderungsgesetz 24.03.98.

будет учтено это требование, однако, чтобы сделать обзор более полным, будут затронуты некоторые методы привлечения и заёмных средств. Во-вторых, значительный акцент будет сделан на финансирование предприятий путём продажи акций, поэтому будет использовано более широкое понятие "венчурный капитал", в котором к нему относят не только средства, полученные до выхода на биржу, но и финансирование на организованном рынке.

На выбор доступных методов финансирования влияет достижение фирмой определенной ступени развития. Следовательно, далее необходимо рассмотреть фазы, которые проходят инновационные компании в процессе роста<sup>10</sup>:

- Seed Financing. На этой стадии на основании имеющейся идеи разрабатывается концепция создания фирмы. Оценить успешность развития идеи и составить бизнес-план в данной ситуации достаточно сложно. Как предпринимательский риск, так и шансы на дальнейшее успешное развитие, являются очень высокими. К тому же, на этой фазе проводится юридическая регистрация фирмы. Здесь обычно осуществляется первый небольшой вклад венчурного капитала в развитие проекта.
- Start-up Financing. Здесь проводится разработка продукта до стадии его готовности к выходу на рынок. Предпринимательский риск на данном этапе по-прежнему очень высок, но также резко увеличиваются инвестиционные затраты.
- First Stage Financing. Процесс производства подготовлен и запущен. Начинается работа по организации сбыта. Продукт выводится на рынок. Однако инвестиционные затраты ещё остаются высокими.
- Expansion financing. Эта стадия подразделяется на две: Second Stage Financing и Third Stage Financing. На обеих стадиях речь идёт, в первую

очередь, о налаживании процесса производства и сбыта. Здесь становится ясно, может ли фирма существовать на рынке. Обычно на этой фазе переломный пункт уже достигнут, или даже предприятие начинает получать прибыль. Но для финансирования дальнейшего роста Cash Flow ещё является недостаточным. На данной стадии развития предприятие нуждается в средствах до того момента, пока не появится достаточное обеспечение, и банки не смогут предоставить деньги, или до выхода предприятия на биржу. Здесь может иметь место покупка контрольного пакета акций либо её управляющими (Management buy-out), либо группой посторонних профессиональных менеджеров (Management buy-in).

- Bridge Financing. На этой стадии идет подготовка к IPO. Вместе с ускоряющимся ростом возникает вопрос о выходе на биржу, а, следовательно, необходимость основательной подготовки, во время которой необходимо увеличение собственного капитала, а также устранение недостатков контроллинга, структуры управления и менеджмента.

Если потребность на начальной (Seed) фазе в капитале ещё значительно небольшая, то на фазе Start-up она стремительно возрастает и остается такой же высокой на First Stage и Expansion фазах. За стадией стремительного роста наступает фаза, когда риски начинают уменьшаться и доходы начинают превосходить затраты.<sup>11</sup>

Так как с помощью венчурного капитала, как было выяснено ранее, финансируется потребность в собственном капитале, необходимо рассмотреть его значение для высокотехнологичных быстрорастущих фирм:

---

<sup>10</sup> Schüpper Matthias, Christian Ehlermann, Corporate Venture Capital-Köln, 2000.- с. 3-4.

<sup>11</sup> Здесь интересными являются статистические данные. Компаниям роста в среднем требуется в три раза больше капитала, чем обычным молодым компаниям. Риск, который превышает среднюю величину, противостоят доходы 25-80% в год в зависимости от фазы (Hake Bruno. Wer finanziert die amerikanischen Firmengründer?//Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen.- 1998-Heft5- с.227).

- Собственный капитал выполняет особую функцию финансирования. На самой ранней стадии прогнозировать величину и возможность успеха почти невозможно. Самое ценное, что у фирмы имеется - это know-how, человеческие ресурсы и технологии. Если разработка продукта занимает много времени, то требуются большие капитальные затраты. На получение кредита в данной ситуации рассчитывать нельзя потому,<sup>12</sup> что инвестор, предоставляющий заемный капитал, в случае неудачи рискует потерять всё, так как у фирмы не имеется никакого обеспечения, а в случае успеха он не получит дополнительного дохода от возрастающей прибыли фирмы, так как заёмный капитал предоставляется обычно на условиях вознаграждения, независимого от роста прибыли (хотя здесь можно использовать конвертируемые облигации и т.п., но об этом будет сказано позже). Следовательно, можно сказать, что собственный капитал играет важную роль. К тому же, только для того, чтобы зарегистрировать предприятие, необходимо иметь определенное количество собственного капитала<sup>13</sup>.
- Собственный капитал предоставляется на неограниченное время, поэтому фирма получает определенную свободу в использовании средств и не зависит от выплат процентов.
- Собственный капитал можно использовать в качестве гарантии при получении заёмных средств.

Результаты опроса, проведенного в 1996 г. в Германии, показывают, что большинство малых и средних компаний считают преградой для развития инноваций в

---

<sup>12</sup> Brockhoff-Hansen Wolfgang. Kreditfinanzierung und Beteiligungskapital durch Banken.

<sup>13</sup> По требованиям закона Handelsgesetzbuch (закон о Предпринимательстве) устанавливаются следующие ограничения: 25.000€-GmbH, 50.000€-AG.

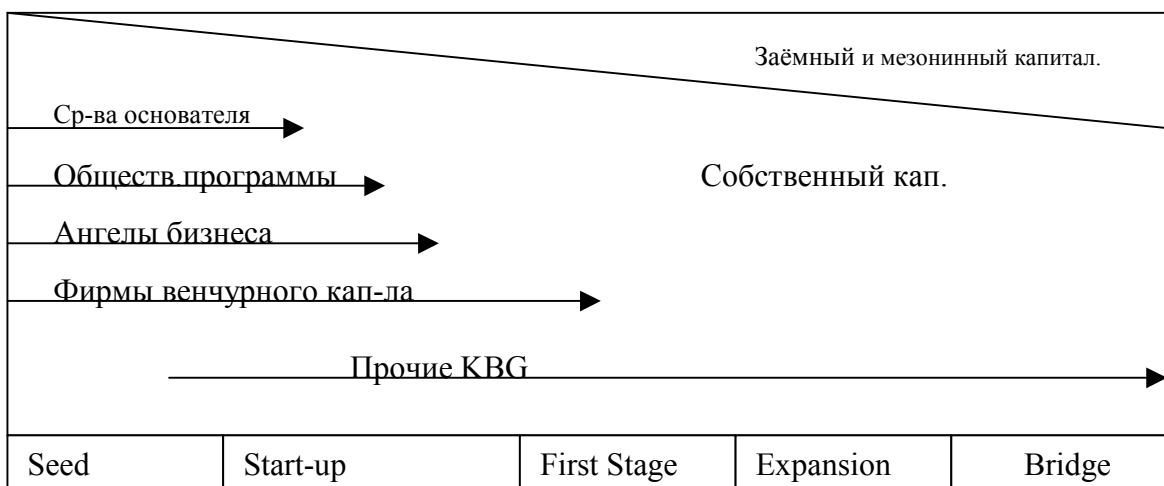


их фирмах недостаток именно собственного капитала<sup>14</sup>. Данный факт ещё раз подчёркивает, что компании, прежде всего, интересуют инвестиции в собственные средства, хотя в ограниченных пределах, так как существует опасность размывания капитала. Здесь уместно привести данные, характеризующие долю венчурного капитала в капитале компаний роста. Как показывает график (Приложение 3), более 75% инвестиций фирм венчурного капитала приходится на вложения, составляющие до 50% капитала. Если учесть, что основной капитал предоставляют именно фирмы венчурного финансирования, можно предположить, что доля венчурного капитала в капитале инновационной компании обычно не превышает 50%.

Итак, в этой части были разобраны основные понятия, используемые в работе. Далее можно перейти к рассмотрению источников финансирования.

## **1.2. Система финансирования компаний роста в Германии, находящихся на стадиях развития, предшествующих выходу на биржу.**

В данной части будут последовательно представлены основные возможности финансирования компании роста, существующие сегодня в Германии, начиная со стадии зарождения и заканчивая выходом компании на биржу. Привлечение средств на организованном рынке ценных бумаг будет подробно рассмотрено в главе 2. На вставке



<sup>14</sup>Руководство 45% и 30% малых и средних компаний соответственно считает, что помехой является нехватка собственных средств, тогда как на нехватку заемных средств жалуется всего 26% малых и 26% средних компаний.

можно отчетливо проследить, какой источник финансирования и на какой стадии играет преобладающую роль. Так, на начальной стадии (Seed) - это капитал основателей, поддержка публичных программ, помощь «Ангелов бизнеса» и инвестиции фирм венчурного капитала. Фирмы венчурного капитала основную активность, однако, проявляют на стадии Start-up. Другие виды инвестиционных фирм (Kapitalbeteiligungsgesellschaften) также активизируются только на стадии Start-up, так как стадия Seed является слишком рискованной для них. Также из схемы видно, что возможность получения заёмных средств появляется только на более поздних этапах развития.

Интересно выяснить хотя бы нескольких показателей, характеризующих прохождение фирмой критических фаз развития. Несомненно, что здесь важен индивидуальный подход, однако можно выявить некоторые закономерности, которые будут рассмотрены далее.

Любопытным является статистическое исследование, показывающее процент обанкротившихся фирм в сопоставлении со сроком существования (см. Табл.2.)<sup>15</sup>.

Табл.2.

Срок существования.	Процент от общего числа банкротств.
0-2 года	20%
3-4года	19%
5-6 лет	14%
7-8 лет	11%
9-10 лет	7%

Из вышеприведённых данных видно, что больше половины всех банкротств приходится на первые 6 лет деятельности фирмы. Часто данный срок считается критическим, и, перешагнув его, фирма имеет больше шансов на успех. Основная доля компаний рискует обанкротиться в первые два года существования. Это даёт основание

---

<sup>15</sup> Исследование, проведённое Creditreform, 1998.

предположить, что именно в этот период большинство фирм испытывает основные трудности с привлечением средств.

Подобное исследование было также проведено относительно процента банкротств, сопоставленного с размером выручки фирм. Прослеживается следующая закономерность (см. Табл.3):

Табл.3.

<b>Размер выручки.</b>	<b>Процент от общего числа банкротств.</b>
До 0,2 млн. марок	9%
0,3-0,5 млн. марок	17%
0,6-1 млн.марок	19,5%
<b>1,1-5 млн.марок</b>	<b>39%</b>
5,1-10 млн. марок	9%
10,1-50 млн.марок	7%
50,1-100 млн.марок	1%
>100 млн.марок	0,5%

Тот факт, что сравнительно небольшая доля банкротств, как показывает исследование, относится к совсем мелким фирмам (выручка 0,2 млн. марок) вряд ли можно объяснить тем, что самые маленькие компании более способны к выживанию, чем средние. Скорее всего это объясняется тем, что большинство данных фирм являются частными, что предполагает полную ответственность. Практика показывает, что владелец старается вовремя закрыть фирму и выплачивать долги кредиторам, не доводя до процедуры банкротства. Ещё несколько лет назад законодательство Германии вообще не предусматривало процедуру банкротства для частного предпринимателя. Поэтому, такие фирмы не попали в данном исследовании под определение "обанкротившихся". Если говорить о закрывшихся фирмах, то показатели при объёме выручки до 1 млн. марок будут значительно выше. Более высокому показателю выручки соответствуют более крупные фирмы, формой организации которых обычно является АО или GmbH и к которым обычно применяется процедура банкротства. Следовательно, действительно критичным размером фирмы является тот, при котором выручка составляет до 5 млн. марок в год. (Приложение 5).

Далее будет подробнее рассказано обо всех источниках финансирования и возможности их использования на различных стадиях развития фирмы.

### **1.2.1. Business Angels .**

Business Angels - это состоятельные частные лица, которым принадлежит более 1 млн. марок денежной собственности и которые напрямую, т.е. без посредников, покупают часть фирмы или выступают в виде «скрытого инвестора». Они имеют возможность предоставлять большие суммы. Обычно "Ангелы бизнеса" принимают активное участие в деятельности компании и готовы к её консультированию. Часто это люди, занимающиеся руководством бизнеса в отрасли, в которой действует инновационная фирма, или профессиональные бизнес-консультанты, а также профессора институтов. Они предлагают молодой фирме не только средства, но и связи, и опыт. Это является отличительной характеристикой Business Angels. Такой рынок капитала в Германии ещё является неформальным, то есть не существует предписаний, регулирующих данную деятельность.<sup>16</sup>

Доход «Ангелы бизнеса» получают от реализации принадлежащей им части на бирже после проведения предприятием IPO, или от продажи своей доли в капитале фирмы более крупному заинтересованному предприятию. Но получение прибыли является не единственной целью для них: рискованные вложения приносят им азарт и развлечение. В среднем, срок их инвестиций составляет 10 лет.

Помимо того, что такие инвесторы предлагают значительные суммы денег, они обычно предоставляют инвестиции фирмам, находящимся на самых ранних стадиях развития, когда данный источник финансирования является зачастую единственным, так как фирмы венчурного капитала (основной источник финансирования)

---

<sup>16</sup> Hemer, Joachim. Материалы конференции "Finanzierung von KMU im Innovationsprozess": 8-9.10.98/ Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung c.1.

рассчитывают обычно на получение большой прибыли с минимальными затратами, поэтому на стадии Seed финансирования они не спешат предлагать свои услуги. К тому же, если предприятию удалось найти «Ангела бизнеса», то повышается его репутация среди кредиторов, что даёт ему возможность в будущем рассчитывать и на получение заёмных средств.

Особенностью Германии является то, что здесь этот источник капитала, по сравнению с США, не так известен и развит. В Германии основатели молодых компаний в первую очередь ориентируются на собственные средства, средства родственников и знакомых, тогда как в США 80% фирм<sup>17</sup>, имеющих в дальнейшем успех, на первых стадиях финансировались с помощью Business Angels. Здесь количество потенциальных «Ангелов бизнеса» находится в промежутке от 250 тыс. до 2 млн., тогда как сейчас предоставляют средства 1 млн. инвесторов<sup>18</sup>. В Германии же сегодня активно работает лишь 27тыс., хотя число потенциальных инвесторов достигает 220тыс.<sup>19</sup> В последние годы в Германии создаются посреднические организации, помогающие инвесторам найти нужный проект. Штуттгартская биржа создала дочернее предприятие Stuttgarter Börse Service Wagniskapital GmbH & Co KG, предлагающее услуги в данной области. При поддержке Министерства образования, науки, прогресса и технологии (BMBF) и Кредитного учреждения реконструкции (KfW) АО Немецкая биржа основала в интернете контактную систему для основателей фирм и инвесторов BAND( Business Angels Netzwerk Deutschland). На региональном уровне также создаются посреднические организации, например Business

---

<sup>17</sup> Hake Bruno. Wer finanziert die amerikanischen Firmengründer?//Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen.-1998.-Heft5. с.227

<sup>18</sup> Fromman Holger. Ventrure Capital in Deutschland.-Köln, 1997.- с.104.

<sup>19</sup> Marlene Brockmann. Business Angels.//Impulse.-2000.-№8.- с.47

Angels Agentur Ruhr (BAAR), которая занимается первоначальной проверкой идеи, выбором лучших проектов и организацией встреч основателей фирмы с потенциальными инвесторами.

### **1.2.2. Общественные программы поддержки молодых быстрорастущих компаний.**

О них будет рассказано очень кратко. Для данной работы этот источник финансирования представляет интерес только в силу того, что он является одним из немногих источников средств для немецких молодых быстрорастущих фирм на первых стадиях их существования.

Объем предоставляемой помощи достаточно обширен. Только на федеральном уровне и уровне ЕС существует множество программ. К ним добавляются также программы на уровне земель. Эти программы подразделяются на прямые (направленные на конкретный проект, победивший в конкурсе) и косвенные, направленные на группу фирм, удовлетворяющих определённым требованиям. На федеральном уровне из средств программы Europäischen Recovery Program-Sondervermögens, правительством, Кредитным учреждением реконструкции (Kreditanstalt für Wiederaufbau), государственным банком Deutsche Ausgleichsbank выделяется финансовая помощь. Среди этих программ есть специально предназначенные для фирм, находящихся в Seed фазе, которые предоставляют средства в виде безвозвратного кредита (nicht rückzahlbare Zuschüsse), или на условиях «скрытых вложений». Также для фирм, достигших средней величины, предлагаются ссуды под низкий процент, вложения в часть их собственного капитала, финансирование опять же на условиях «скрытых вложений». Помимо этого, помощь осуществляют путём предоставления гарантии вложений для инвестиционных фондов в данные фирмы. Всего предоставляется около 130 различных программ.

### **1.2.3. Инвестиционные фирмы (Kapitalbeteiligungsgesellschaft ).**

На этом виде поставщика венчурного капитала следует остановиться немного подробнее, так как он играет основную роль в финансировании ранних стадий развития компаний. Kapitalbeteiligungsgesellschaften (KBGs) -это фирмы, выступающие посредниками между вкладчиками и компаниями, нуждающимися в привлечении собственных средств. Они инвестируют на принципах диверсификации риска в различные фирмы, в основном в малые и средние предприятия, акции которых еще не допущены к торгам на бирже. Это могут быть прямые инвестиции в доли фирм или в виде «скрытых капиталовложений». Также они могут предоставлять комбинацию из собственных и заемных средств. Как правило, капитал предоставляется на длительный срок. Доход подобные KBG получают от продажи принадлежащих им долей. KBG обычно активно принимают участие в делах инновационной фирмы, предлагая опыт руководства, но, в отличие от предоставления финансирования «Ангелом бизнеса», здесь речь идёт об институциональном сегменте рынка капитала.

Существующие KBG можно подразделить на три типа:

- 1) KBG, созданные по прототипу американских фирм венчурного капитала, однозначно ориентированные на прибыль. Основой их деятельности является инвестирование в фирмы с очень высоким потенциалом роста и очень высоким риском. Их стратегией является то, что полученная прибыль от удачных вложений в их портфеле должна перекрыть возможные убытки. В основном фирмы венчурного капитала ориентированы на финансирование компаний, находящихся на самых ранних стадиях, причём они также предлагают и хорошую поддержку в менеджменте.
- 2) Следующий тип является достаточно консервативным. Эти KBG стараются избежать неуспеха. Направлением финансирования является фаза роста. Помощь в

менеджменте, оказываемая ими, является не такой объёмной, как в случае фирм венчурного капитала. Если провести сравнение с первым типом фирм, то можно обозначить следующие отличия, хотя они являются расплывчатыми: фирмы венчурного капитала обычно вкладывают деньги в более молодые компании; они в основном специализируются на высокотехнологичных компаниях, тогда как второй тип KBG больше интересуют фирмы традиционных отраслей; второй тип ориентируется также на получение дивидендов, в то время как фирмы венчурного капитала – на прибыль от реализации доли инновационной компании; фирмы венчурного капитала принимают большее участие в менеджменте.

- 3) Третий тип - это KBG, больше ориентированные на поддержку. Их целью является предоставление средств публичных программ в виде инвестирования в доли фирмы. Они предлагают первоначальную помощь до тех пор, пока фирма не получит доступ к другим источникам финансирования.

Обычно KBG создаются в форме GmbH (ООО), однако для них не существует какой-либо определенной организационной формы. Они могут создаваться в виде АО, например, из нескольких инвесторов, желающих вложить деньги на условиях диверсификации риска. Их деятельность регулируется законом «об АО» (Aktiengesetz) и «об ООО» (GmbH-Gesetz). Особенностью является то, что эти фирмы инвестируют собственный капитал, а не средства третьей стороны.

Большая часть KBG является членами Ассоциации Венчурного капитала Германии (Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, German Venture Capital Association, BVK). На долю членов этой ассоциации приходилось в 1999г. 90,1% средств, предлагаемых к инвестированию.<sup>20</sup> Эта некоммерческая организация была

---

<sup>20</sup> Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (German Venture Capital Association) BVK-это союз, созданный в 1988г., который включает в себя немецкие и иностранные фирмы, действующие на территории Германии. Этот союз занимается вопросами законодательства и налогообложения для инвестиционных фирм, компаний роста, нуждающихся в инвестициях, анализом развития рынка венчурного капитала и помощью в обмене опытом членами этого союза.



создана с целью помощи инвесторам венчурного капитала. Одной из задач ассоциации является поиск объектов инвестирования для её членов. Здесь осуществляют достаточно строгий отбор претендентов. В 1997г. из 16.500 проектов были профинансированы только 3.496. Как правило, неудовлетворённые запросы не подходят под стратегию инвестиционной фирмы; либо они не предлагают убедительной концепции; либо управляющие фирмой не показывают нужной квалификации. Только примерно 6-8% фирм допускаются до переговоров <sup>21</sup>. Основными критериями допуска являются наличие предпосылок у проекта через пять лет достичь выручки не менее 10 млн. DM и доли прибыли в доходах 15% и рост 20 % в год<sup>22</sup>.

Данная организация также проводит наблюдение за рынком венчурного капитала. Наиболее интересные статистические данные, касающиеся деятельности KBG Германии будут проанализированы ниже.

Значение KBG в финансировании венчурного капитала растёт с каждым годом. Темп прироста средств, предлагаемых к инвестированию всеми KBG Германии, увеличился в три раза. Всего в конце 1999 г. объёмы фондов составили 26.678,51 млн. DM, из них за последний год было предложено 9.055,62 млн.DM. <sup>23</sup>

Структура предложения средств. Интересно, какие инвесторы обеспечили прирост объемов фондов KBG в 1999г. Как показывает статистика, основная роль принадлежит кредитным институтам (31,96% всех средств). Также важную роль играют пенсионные фонды, за ними идут частные лица и страховые компании, потом

---

<sup>21</sup> Hertz-Eichenrode Albrecht. Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Venture Capital// Wirtschaftskurier.- 1998-Heft 10.- с.21

<sup>22</sup> Hertz-Eichenrode Albrecht. Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Venture Capital// Wirtschaftskurier.- 1998-Heft 10.- с.21

<sup>23</sup> Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), 2001.

предприятия промышленности. По сравнению с 1997г. увеличилась доля частных вкладчиков, пенсионных фондов и государства (см. Табл. 4.)<sup>24</sup>.

Табл.4.

Инвесторы.	Объём средств, предложенных в 1999г. (млн. марок.)	Доля отдельных видов инвесторов (в % от общей суммы)1999.	Доля отдельных видов инвесторов (в % от общей суммы)1997.
Кредитные институты	2.892,21	31,96%	59%
Пенсионные фонды	2.071,00	22,87%	12%
Средства программ поддержки (Öffentlicher Sektor)	1.045.73	11,55%	5%
Частные вкладчики	835,30	9,22%	6%
Страховые фирмы	2.071,00	9,14%	10%
Предприятия промышленности	774,16	8,55%	8%
Прочие	606,175	6,71%	1%
Всего	9.055,62	100%	100%

Важно заметить, что предложение средств KBG значительно превосходит реальные инвестиции. Так, на 1999г. инвестиции составили 15.444,15 млн марок, а объём средств фондов, предлагаемых к инвестированию, составил 26.678,51 млн. марок. Такая разница существует, прежде всего, из-за строгости отбора<sup>25</sup>. Здесь уместно заметить, что члены KBG Германии инвестируют также и в зарубежные фирмы. Их инвестиции в Европу в 1999г. составляют 7%, а за её пределами-8% от общих объёмов вложений<sup>26</sup>. Хотя эта доля не слишком велика, всё же есть вероятность, учитывая наличие избытка предлагаемых средств, что часть капитала может быть направлена и в Россию при условии существования привлекательных объектов вложений. Следовательно, российские компании вполне могут предложить к рассмотрению здесь свои проекты.

Структура инвестиций в зависимости от стадии развития фирмы. Интерес представляет распределение инвестиций по фазам финансирования. Наименьший процент инвестиций, произведённых в 1999г. KBG в собственный капитал венчурных фирм, приходится на самую рискованную, первоначальную, стадию (Seed Capital); наибольший процент - на стадию экспансии (36%), что вполне логично, так как здесь

<sup>24</sup> BVK, 2001.-с.1.

<sup>25</sup> BVK,2001.-с.1.

<sup>26</sup> BVK,2001.-с.9.

велика вероятность быстрого роста прибыльности вложений; на втором месте находится стадия Start-up (см. Табл.5.)<sup>27</sup>.

Табл.5.

Фаза развития.	Объём инвестиций, млн.марок.	Процент от общей суммы инвестиций.
Seed	375,51	6,08%
Start-up	1.567,02	25,36%
<b>Expansion</b>	<b>2.231,50</b>	<b>36,12%</b>
Bridge	815,73	13,20%
MBO	671,95	10,88%
MBI	26,85	0,43%

Отраслевая структура инвестиций. Что касается определения структуры инвестиций в зависимости от отрасли, то наибольшая доля приходится на программное обеспечение (15%), телекоммуникационные технологии (12%), производство оборудования (9,8%), биотехнологии (8%)<sup>28</sup>.

Пути реализации принадлежащих KBG долей фирм. Интересно рассмотреть, каким образом KBG реализуют принадлежащие им доли. 25,36% всех вложений продается промышленным инвесторам (Trade Sale). 19% продаются на бирже после того, как компания становится публичной (Going Public), из них 12,71% реализуются во время первичного размещения. 5,95% продаётся при первичном размещении на Neuer Markt<sup>29</sup>. Ещё год назад, т.е. в 1998г., реализация на бирже составляла всего 4% всех продаж долей фирм, принадлежащих KBG<sup>30</sup>. Данная тенденция показывает, что созданные в 1997г. биржевые сегменты для малых инновационных фирм были положительно восприняты фирмами венчурного капитала, что говорит о прибыльности данного метода по сравнению с другими методами реализации долей (Табл.6.) Вместе с этим следует обратить внимание на то, что статистика показывает сравнительно большую долю убытков (20%)<sup>31</sup>. Это лишний раз подчёркивает рискованность вложений ( см.Табл.6.).

<sup>27</sup> BVK 2001.-с.5.

<sup>28</sup> BVK, 2001.-с.5.

<sup>29</sup> BVK, 2001.-с.10.

<sup>30</sup> BVK,2000.-с.10.

<sup>31</sup> BVK,2001.

Табл.6.

Метод реализации доли.	Объём в млн. марок.	% от суммы реализации.
Trade Sale	385,38	25,36%
<b>Реализация при проведении IPO</b>	<b>193,18</b>	<b>12,71%</b>
✓ Из них в Германии:		
Neuer Markt	90,48	5,95%
Остальные биржи	36,6	2,41%
✓ Из них за границей	66,10	4,35%
Реализация после проведения IPO	96,88	6,38%
Возвратные платежи по мезанинному финансированию	312,81	20,58%
Продажа другим фирмам венчурного капитала.	19,15	1,26%
<b>Полные убытки</b>	<b>316,79</b>	<b>20,85%</b>
<b>Всего</b>	<b>1.519,51</b>	<b>100%</b>

В завершении разговора о KBG можно ещё несколько слов сказать о их важности для компаний роста. Статистические данные, предоставленные BVK, свидетельствуют о том, что финансируемые ими фирмы достигли уровня развития, превышающего средний.

#### **1.2.4. Предоставление заёмных средств и мезонинного капитала компаниям роста.**

Хотя целью работы является описание методов финансирования венчурного капитала, что относится к финансированию собственных средств, однако необходимо сказать несколько слов о мезонинном (Mezzanine) капитале, который занимает промежуточное положение между вложениями в собственные и заемные средства. Такое финансирование является альтернативой предоставления заёмных средств в виде кредитов, так как рассчитывать на получение обычного кредита на ранних стадиях развития компаниям почти невозможно, а на стадии экспансии также достаточно сложно. Как примеры мезонинного финансирования можно привести привилегированные акции, конвертируемые облигации. Также, сюда относят «скрытые (Stille) вложения», при которых вознаграждение обычно состоит из фиксированной части и из части, находящейся в зависимости от прибыли. Законодательство Германии

предусмотрело и ещё один вид промежуточного финансирования, так называемые «займы учасника», который регулируется законом о GmbH (ООО).<sup>32</sup>

Из вышесказанного становится ясно, что мезонинное финансирование решает проблему того, что кредитор, предоставляющий деньги молодым фирмам, не имеющим достаточного обеспечения, тоже рискует, а в случае удачного проекта не получает дополнительной прибыли за свой риск. То есть, в случае мезонинного финансирования инвестор имеет возможность получить выгоды от роста компании. Это делает данный вид инвестирования популярным. 42,3% средств, инвестированных KBG и 1999г. пришлось на виды мезонинного финансирования<sup>33</sup>.

В Германии сегодня все крупные банки предлагают модели финансирования с помощью мезонинного капитала, а также существует ряд специально созданных для этих целей фирм. Мезонинные кредиты предоставляются в среднем на пять-семь лет. Такие кредиты предлагаются в основном на стадии выкупа менеджментом фирмы (Management-buy-out), и когда фирма собирается выйти на биржу, т.е. на стадии Bridge Financing. Преимущество при предоставлении отдаётся интернет-бизнесу и биотехнологиям, так как в этих отраслях период от основания до выхода на биржу наиболее короткий. В основном данное финансирование предоставляется на достаточно жёстких условиях: хотя явного вмешательства в бизнес кредиторы не осуществляют, но они значительно ограничивают свободу предпринимателя.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> В§32a GmbH Gesetz говорится, что, если владелец части общества, которому принадлежит более 10% , выдаёт кредит данному обществу, то этот кредит рассматривается как часть собственного капитала, т.е. в случае банкротства фирмы выплаты производятся после погашения задолженности по заёмным средствам.

<sup>33</sup> BVK, 2000.-с.1.

<sup>34</sup> Marlene Brockmann. Mezzanine Finanyierung. //Impulse, .-2000.-№8.- с.61

### **1.2.5. Роль инвестиционных фондов и страховых компаний в предоставлении венчурного капитала.**

Инвестиционные фонды и страховые компании играют очень большую роль в поставке капитала на рынок Германии, поэтому, рассматривая источники предоставления венчурного капитала, нельзя не остановиться на них. Проблемой является то, что для финансирования молодых инновационных компаний до их выхода на биржу инвестиционные фонды играют очень незначительную роль.

Дело в том, что в Германии на этих инвесторов накладываются серьёзные ограничения при вложении денег, отданных клиентами в фонд или внесёнными в страховую компанию, т.к. эти деньги являются чужими, то есть не относятся к собственному капиталу. Поэтому и управлять ими компания может в очень ограниченных пределах. Интересно выяснить, насколько строгими являются ограничения, и есть ли законодательные предпосылки для вложений средств данных институциональных инвесторов в инновационные компании до их выхода на организованный рынок.

*Инвестиционные фонды.* Эти посредники при инвестировании очень популярны в Германии, т.к. они предоставляют достаточно большую защиту инвестору, а немцы, как известно, не любят рискованных вложений. За период с 1991-1999 объёмы ликвидных активов инвестиционных фондов возрасли в 5 раз.<sup>35</sup> Деятельность инвестиционных фондов (Kapitalanlagegesellschaft или KAG) регулируется, с одной стороны, законом о банковском деле (KWG), который рассматривает KAG как кредитные учреждения.<sup>36</sup> Они должны выполнять требования к количеству собственного капитала (5млн. Евро) и подлежат контролю Федерального ведомства по надзору за банковской деятельностью

---

<sup>35</sup> Deutsches Aktieninstitut (DAI), с.07 1-7.

<sup>36</sup> Kreditwesengesetz. §1 Abs.1 Satz2

(BAKred). С другой стороны, их деятельность регулируется законом об Инвестиционных фондах (KAGG)<sup>37</sup>, который устанавливает требования по защите денег вкладчиков, внесенных в фонды. KAG создаются в форме АО для управления средствами третьих лиц. Владчики покупают часть фонда. Периодически публикуется рыночная стоимость имущества фонда и KAG выкупает ее по желанию вкладчика.

В соответствии с §8 Abs 2 №1 KAGG фонды, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги (Wertpapier-Sondervermögen) могут только 10% от всего объема инвестирования вкладывать в ценные бумаги фирм, ещё не прошедшие процедуру листинга на бирже. Им разрешено инвестировать только в доли фирм, представленные в виде акций. На ранних стадиях своего развития молодые компании ещё, как правило, не являются акционерными обществами, поэтому данный тип инвестиционных фондов для их финансирования, к сожалению, не играет значительной роли.

Также существуют фонды, вкладывающие деньги в собственный капитал фирм (Beteiligungs-Sondervermögen). Они могут инвестировать как в акции, так и предоставлять «скрытые (stille) вложения», причём доля последних не должна превышать 30 % от фонда инвестируемых средств.<sup>38</sup> Однако, в силу того, что данный вид вложения способен принести сравнительно малые доходы, а риск инвестиций в инновационные фирмы, еще не вышедшие на биржу, достаточно высок, то, хотя законодательно это возможно, в начале 1999г. таких вложений ещё зарегистрировано не было.<sup>39</sup> Из вышесказанного можно сделать вывод, что, законодательные предпосылки для этого есть, но KAG не финансируют сегодня компании роста, находящиеся на ранних стадиях развития.

---

<sup>37</sup> Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften

<sup>38</sup> KAGG §25b, Abs3.

<sup>39</sup> Bundesverband des Deutscher Investment –Gesellschaten, 1998.

*Страховые компании.* В общем, как и KAG они не настроены решать проблемы финансирования молодых фирм, особенно до выхода их на биржу.

Инвестиционная деятельность страховых компаний строго регламентирована и размещение средств страховых резервов возможно в основном в акции, имеющие признанную котировку. Однако, закон разрешает им осуществлять "прочие вложения", куда может быть направлено до 5% страховых резервов<sup>40</sup>, то есть, теоретически, эти средства могут быть инвестированы и в молодые инновационные фирмы, ещё не вышедшие на биржу. Однако на практике страховые фирмы предпочитают инвестировать средства страховых резервов исключительно в акции, имеющие признанную котировку. Если сегодня они и инвестируют в инновационные фирмы, находящиеся на ранних стадиях развития, то только часть собственных средств через фирмы венчурного капитала или через дочерние компании. В качестве примера можно привести самую крупную страховую компанию Германии Allianz AG, которая специально для осуществления инвестиций за счёт собственных средств в инновационные фирмы, ещё не прошедшие процедуру листинга, создала дочернюю фирму Allianz Capital Partner GmbH, объёмы вложений которой уже на второй год её существования составили 288 млн. Евро. Эта фирма помимо финансирования предоставляет инвестиционное консультирование и разработку моделей финансирования для инновационных фирм, а также проводит подготовку к выходу на биржу.

Шанс у инновационной фирмы стать объектом инвестирования для страховой компании значительно увеличивается после её выхода на организованный рынок. Если учесть, что в последние годы интерес страховых компаний к акциям возрос (доля акций в портфелях многих страховых компаний близка к максимально разрешенной

---

<sup>40</sup> Versicherungsaufsichtsgesetz. §54a Abs. 14



величине, равной 30%<sup>41</sup>), вполне возможно, что часть страховых резервов может быть направлена и в акции компаний роста, обращающиеся на бирже.

Из всего вышесказанного можно сделать вывод, что самые крупные инвесторы Германии не вкладывают сегодня средства фондов и страховых резервов в молодые фирмы на ранних стадиях их развития, то есть до выхода компании на биржу, хотя предпосылки к этому, по крайней мере законодательно, есть. В настоящее время они инвестируют преимущественно в компании, прошедшие процедуру листинга. Так что, выход компании на организованный рынок даёт возможность привлечения средств и этого вида инвесторов.

В заключение можно подвести итог рассмотренным в первой главе проблемам.

- ✓ Во-первых, здесь были разобраны спорные вопросы в отношении понятий «венчурный капитал» и «компания роста», а также определено их значение в целях данной работы. Также, были представлены наиболее важные теоретические аспекты, применяемые при изучении возможностей финансирования компаний роста, а именно: фазы развития венчурной фирмы и особое значение собственных средств для инновационной компании.
- ✓ Во второй части главы было рассмотрено финансирование ранних стадий деятельности фирмы. Хотя опыт Германии в финансировании венчурного капитала не столь богат, по сравнению с опытом США, однако данной проблеме сегодня здесь уделяется большое внимание. Возрастает популярность вложений в инновационные фирмы, сформировались источники предоставления венчурного капитала. Выше эти источники были систематизированы в зависимости от этапа развития фирмы и подробно рассмотрен каждый элемент системы. В третьей главе

---

<sup>41</sup> Versicherungsaufsichtsgesetz. §54a Abs. 14

можно попытаться выяснить способность аналогичных источников в России удовлетворить потребность российских инновационных компаний.

- ✓ Изучение показало, что на самых ранних стадиях развития компании, когда риск наиболее высок и привлечь инвестиции очень сложно, наибольшую роль играют средства «Ангелов бизнеса»; собственные средства основателя или его родственников и часть KBG (или венчурные фирмы), а также общественные программы, которые организуются на уровне ЕС, государства и земель. По мере развития компании и увеличения её потребности в средствах в финансовый процесс включается основная часть KBG, которые не склонны к большому риску, но которые, с другой стороны, могут предоставить большее количество средств. Если говорить о заёмных средствах, то здесь наибольшую роль играет не кредит в чистом виде, а промежуточные формы капитала, или мезонинное финансирование. Получить эти средства становится возможным только на более поздних стадиях развития фирмы.
- ✓ Выяснение вопроса о роли инвестиционных фондов и страховых компаний в финансировании инновационных фирм до их выхода на биржу показало что, хотя некоторые законодательные предпосылки к этому есть, на практике инвестиций в компании, не вышедшие на биржу, они не осуществляют или, если осуществляют, то за счёт собственных средств, а не за счёт средств фондов и страховых резервов. Компания, возможно, сможет получить эти средства только после выхода на биржу.
- ✓ Анализ данных о деятельности фирм венчурного капитала помог прийти к заключению: наибольший интерес для инвесторов представляют фирмы, занимающиеся программным обеспечением, телекоммуникационными технологиями, производством оборудования, биотехнологиями. Наличие избыточных средств у фирм венчурного капитала, готовых к инвестированию, с одной стороны, говорит о строгости отбора инновационного проекта, с другой, - о

готовности инвестировать в перспективные фирмы. Не исключено, что такой компанией может оказаться и фирма из России.

- ✓ Очень важную роль, как показывает практика, для повышения интереса инвесторов к компаниям роста играет наличие каналов продажи принадлежащей им доли и реализации полученной прибыли. Большое значение играет организация биржевой торговли акциями компаний роста. Если фирма изначально ориентируется в дальнейшем выйти на организованный рынок, это повышает интерес к ней со стороны потенциальных инвесторов, облегчает привлечение инвестиций. Поэтому далее будет рассмотрена организация рынка торговли акциями молодых компаний и требования, на которые компания должна ориентироваться при выходе на данный рынок. Именно поэтому следующая глава будет посвящена анализу рынка акций молодых компаний на примере Германии, где этот рынок считается самым успешным из европейских аналогов.