

МЕТОДОЛОГИЯ

УДК 330.322.01

Е.С. Акельев**ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК ОБЪЕКТ
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО АНАЛИЗА**

В данной статьи процесс финансирования национального венчурного бизнеса рассматривается с точки зрения институциональной теории. Описываются основные агенты венчурного финансирования, особенности их взаимодействия с субъектами финансирования. Ключевые слова: институты, венчурный бизнес, венчурное финансирование.

В рамках институционального анализа деятельности венчурной фирмы можно выделить следующие основные роли предприятия [1]: 1) генератора и транслятора соглашений, особенно в вопросах производства новых технологий; 2) инкубатора институтов производства новых знаний. Инкубационная роль предприятия обусловлена стадией начального развития института производства новых знаний, характеризующей его стартовый этап, который отражает процесс развертывания института в относительно малом объеме.

Таким образом, нормы и устоявшиеся правила хозяйственной деятельности экономических агентов по производству новых знаний получают дополнительные права институтов только тогда, когда они проходят успешную апробацию на уровне одного предприятия. Возникновение и эволюция новых институтов производства знаний в рамках одного предприятия происходят под воздействием потребностей предприятия в решении производственных задач, а также под влиянием состояния внешней и внутренней среды [2]. Е.В. Попов, М.В. Власов [3] выделяют следующие основные институты производства инноваций: финансирование производства, управление инновациями, оценку рисков, влияние рыночной конъюнктуры, агентское взаимодействие, доверие, распределение ответственности между агентами.

Определение института венчурного финансирования

Венчурное финансирование производства новаций характеризуется системой устоявшихся норм, правил, традиций и механизмов оценки эффективности затрат созданной новации. Эффективность деятельности и качество передовых научно-технических разработок венчурного бизнеса напрямую зависят от степени гибкости механизма финансирования, особенно на начальной стадии производства.

Институт венчурного финансирования начал формироваться в США с середины XX в. в связи с началом становления экономики, основанной на знаниях, и впоследствии стал важным фактором ее дальнейшего развития. Принципиально отличаясь от системы банковского кредитования, венчурное финансирование за последние сорок лет развилось в новый финансовый ин-

ститут, потеснив традиционные кредитно-финансовые методы, оно стало основой наукоемкого венчурного бизнеса не только в США, но и других развитых странах.

Основные элементы институционального аспекта венчурного финансирования:

1. Оценка рисков. Оценка рисков связана с тем, что в ходе осуществления любой хозяйственной деятельности возникают различные риски, такие как наличие аналогов в мировой практике, получение отрицательного результата, неконкурентоспособность и др., которые являются наиболее значимыми при организации процессов производства новых знаний. Институт оценки рисков – это набор методов и правил оценки и учета ситуаций неопределенности и возможных изменений внешней среды, возникающих при организации деятельности по производству новых знаний.

2. Агентское взаимодействие. Оно связано с тем, что в случае неспособности предприятия осуществлять полноценную деятельность по производству новых знаний собственными силами для решения этих задач привлекаются сторонние организации. Взаимодействие со сторонними организациями регламентируется институтом агентского взаимодействия. Наиболее распространенным примером применения подобного института является использование института аутсорсинга. Вместе с тем к институтам агентского взаимодействия следует отнести институты управленческого, финансового и маркетингового консалтинга.

3. Доверие. Необходимость развития института доверия возникает при передаче новых знаний и обмене ими между субъектами рыночных отношений. Передача новых знаний недобросовестному участнику рынка может нанести значительный ущерб хозяйствующему субъекту. Такое взаимодействие в этих условиях регламентируется институтом доверия, который представляет собой устоявшиеся нормы хозяйствующего субъекта по оценке степени доверия при взаимодействии с контрагентами и партнерами.

4. Распределение ответственности между агентами. Оно представлено множеством норм и правил оценки распределения ответственности за принятые решения с учетом отрицательных последствий при производстве новых знаний. В венчурном бизнесе подобный институт ответственности формируется на основе специальных контрактных отношений между основателями либо менеджерами компании, венчурной фирмы, разработчиками передовых технологий, используемых ею для производства новой инновационной продукции, и управляющими венчурных фондов (так называемых венчурных капиталистов), которые осуществляют финансирование данной фирмы.

В институциональном механизме венчурной фирмы выделяют следующие основные звенья: агентов венчурного инвестирования; венчурные фонды, аккумулирующие венчурный капитал; формальные нормы и правила, неформальные нормы и правила; бизнес-культуру, государственную политику и стратегию развития.

К основным агентам венчурного инвестирования можно отнести следующие структуры:

1. Частные инвесторы – «бизнес-ангелы». «Бизнес-ангелы» – это предприниматели, осуществляющие прямые инвестиции в начинающие инновационные предприятия, обладающие, по их мнению, большими перспективами роста рыночной стоимости. Вместе с финансовым капиталом они привносят в компании свои специфические знания в области бизнеса, помогая основателям компании ценными советами по вопросам стратегии, рабочих операций и рынка, а также сеть связей с другими субъектами бизнеса. Обширный опыт в бизнесе и предпринимательстве, которым обладают многие из них, способствует успеху на раннем этапе развития новых предприятий.

Инвестиции «бизнес-ангелов» составляют большую часть «посевного» и «стартового» капитала в высокотехнологические формирующиеся предприятия. В 2006 г. в США «бизнес-ангелы» инвестировали 25,6 млрд долл. в 51 000 проектов [4], в то время как фирмы венчурного сектора инвестировали 26,1 млрд долл. в 3 500 проектов [5]. Эта разница проявляется еще заметнее на «посевной» и «стартовых» стадиях финансирования – почти 46 % средств «бизнес-ангелов» было направлено в эти ранние стадии развития компаний, тогда как из средств фондов венчурного бизнеса – только 20 %. Число активно действующих инвесторов «бизнес-ангелов» в США оценивается в 234 000 человек [4].

«Бизнес-ангелы» образуют группу неформальных инвесторов. Кроме «бизнес-ангелов», к неформальным инвесторам можно отнести также членов семей основателей инновационной венчурной фирмы, друзей и родственников, принимающих участие в финансировании ранних стадий. Сегодня собрано много статистических данных, раскрывающие роль частных инвесторов в механизме венчурного финансирования. В 42 странах, участвующих в программе «Глобальный мониторинг предпринимательства» (GEM), 208 млн неформальных инвесторов в 2006 г. вложили более 600 млрд долл. в молодые частные компании, что превысило общую сумму венчурного капитала, инвестированного в этих странах за тот же период, в 15 раз [6].

В 2005 г. средний объем инвестиций, осуществленных европейскими группами ангелов, составил 192 000 евро, тогда как средний объем инвестиций групп ангелов в США – 266 000 евро [7]. «Бизнес-ангелы» обычно финансируют сделки на суммы в пределах от 50 000 долл. до 2 млн долл. При этом половина из них инвестирует меньше 2000 долл., 10 % инвестируют более 19 000 долл., 5 % – более 38 000 долл. и 1 % – более 118 000 долл. ежегодно [6]. Для увеличения размера инвестиций несколько частных инвесторов объединяют свои финансовые ресурсы (процесс синдицирования, ставший проще после объединения «ангелов» в сети), создавая, таким образом, диверсифицированные инвестиционные портфели, что позволяет им инвестировать капитал в более крупные и высокотехнологичные сектора, такие как биотехнологии, нанотехнологии и др. Степень синдицирования капитала «бизнес-ангелов» растет, что приводит к увеличению общих объемов сделок. Все чаще крупные сделки финансируют фонды соинвестирования с участием государственного капитала

2. Независимые фирмы венчурного капитала (самая эффективная форма организации – венчурный фонд в форме ограниченного партнерства). Это

специализированные фирмы, которые используют денежные средства институциональных и частных инвесторов для инвестирования в капитал начинающих инновационных компании посредством формирования венчурного инвестиционного фонда. Отличительной особенностью венчурных фондов является их экспертиза по формированию и постановке бизнес-процессов компании.

Самой распространенной формой организации венчурного фонда в США является договор о партнерстве с ограниченной ответственностью (Limited partnership – LP), где представители венчурной инвестиционной компании являются генеральным партнером (General partner) и отвечают за управление фондом венчурного капитала, а инвесторы фонда являются партнерами с ограниченной ответственностью (Limited partners).

Преимущества организационно-правовой формы партнерства с ограниченной ответственностью:

а) Высокий уровень компенсации менеджерам фонда. В конце инвестиционного цикла генеральный партнер получает вознаграждение по результатам деятельности фонда в размере 15–25 % от его прибыли. Кроме того, на управленческие нужды и заработную плату расходуется 1–3 % от суммы активов.

б) Возможность обеспечить выполнение инвесторами обязательств (commitments) предоставлять средства фонду по мере необходимости в них в пределах изначально заданного объема.

в) Налоговая прозрачность, т.е. все налоги выплачиваются лишь самими инвесторами, а не фондом (отсутствует двойное налогообложение).

г) Условия управления фондом формируются в зависимости от пожеланий инвесторов и управляющей компании.

д) Фирма освобождается от детального контроля за инвестициями со стороны американской комиссии по ценным бумагам и биржам (The United States Securities and Exchange Commission), если большинство инвесторов фонда будут аккредитованными инвесторами. Критерии аккредитации инвесторов установлены на уровне нормативных актов США.

В отличие от пассивных портфельных инвесторов, венчурные капиталисты (управляющие венчурными фондами), как правило, активно участвуют в развитии своих портфельных компаний, увеличивая таким образом их стоимость. Самым ценным вкладом фирм ВК в компании ранних стадий оказываются стратегические советы и возможности для установления контактов и связей [8]. Кроме того, фирмы ВК помогают с набором штата сотрудников, повышением квалификации управляющего звена, часто заменяя первоначальных предпринимателей более опытными управляющими, лучше подходящими для нужд развития предприятия [9]. Возможности фирм ВК активно влиять на стратегические и операционные решения компании достигаются путем их непосредственного участия в работе совета директоров.

Еще одним важным инструментом управления портфельными компаниями является распределение инвестиций по стадиям. Фирмы ВК вносят очередную порцию средств в компанию на основании успешного прохождения ею заранее установленных показателей. Делая каждую последующую выпла-

ту зависящей от определенных достижений компании, фирмы ВК не только придают импульс к хорошей работе управляющей команде компании, но и защищают ее от риска возможных убытков, вовремя сигнализируя, что необходимо резко сократить расходы, если проявляются явные признаки спада.

3. Венчурные фонды могут создаваться в составе крупных корпораций (корпоративные финансовые венчуры). Корпоративное венчурное финансирование – это прямые инвестиции, осуществляемые как материнской компанией в рамках специальных программ, так и ее дочерними подразделениями. Материнская компания, в отличие от независимых фирм венчурного капитала, инвестирует в портфельные компании только свои собственные средства.

Венчурное финансирование корпораций осуществляется тремя способами:

а) Путем непосредственного финансирования малых инновационных фирм, занимающихся разработкой интересующего корпорацию нового вида продукции. При этом массовое производство данного вида продукции корпорация осуществляет сама.

б) Путем создания венчурной фирмы, управляемой собственным венчурным фондом. Такой корпоративный венчурный фонд осуществляет инвестиции в капитал малой инновационной компании, занимающейся разработкой и освоением изобретений, сделанных вне материнской компании. Зачастую такие фонды формируются совместно с другими корпорациями.

в) Посредством паевого участия корпораций в капитале ФВК.

В отличие от независимых фирм венчурного капитала, которые инвестируют исключительно для получения высокого уровня дохода, корпорации стремятся достичь две основные цели: во-первых, инвестировать в начинающие компании для получения финансовой прибыли, и во-вторых, реализовать стратегические задачи корпоративного развития за счет научно-технических достижений: увеличения объема продаж или прибыли материнской компании, выхода на новый рынок с принципиально новой продукцией, расширения объема уже существующего рынка с помощью внедрения новых потребительских качеств выпускаемой ими продукции, получения доступа к новым технологиям, увеличивающим уровень конкурентоспособности корпорации, развития новых сетей сбыта, подготовки к поглощению новой компании. Большинство материнских компаний осуществляет инвестиции венчурного капитала для достижения второй цели [10].

Корпоративное венчурное финансирование, в отличие от независимых фирм венчурного капитала, оказывает четыре позитивных эффекта на результативность своих портфельных компаний:

– Репутация материнской компании оказывает большое влияние на дальнейшую работу ее портфельных компаний с другими компаниями, как в рамках национального государства, так и на международном уровне.

– Материнская компания стремится укрепить состав портфельных компаний высококвалифицированными специалистами, в том числе и за счет сотрудников материнской корпорации.

– Портфельная компания получает доступ к распределительным сетям продукции материнской компании.

– Корпорация инвестирует значительно больше средств в НИОКР своих портфельных компаний, чем это осуществляют независимые фирмы венчурного капитала. Кроме того, материнские компании обеспечивают свои портфельные компании всеми необходимыми ресурсами и производственными возможностями, которые имеются у корпорации. Исследования американских специалистов в области венчурного финансирования показывают, что у портфельных компаний корпоративных инвесторов больше шансов для осуществления первичного публичного предложения своих акций на фондовом рынке (IPO), чем у компаний независимых фирм венчурного капитала [11]. Кроме того, стоимость корпоративной портфельной компании до получения ею инвестиций (pre-money valuation) выше, чем у портфельной компании независимых фирм венчурного капитала [12].

Тем не менее в корпоративном венчурном финансировании существуют два возможных риска для портфельных компаний: во-первых, материнская компания может препятствовать сотрудничеству своей портфельной компании с конкурентами корпорации, и во-вторых, материнская компания может попытаться завладеть технологиями портфельной компании без обещанного ей вознаграждения.

4. Американское правительство частично финансирует малые инновационные фирмы через инвестиционные компании малого бизнеса (Small Business Investment Companies), закон о создании которых появился в 1958 г. SBIC создавались с участием государства, имеют налоговые и финансовые льготы, а также государственные гарантии по кредитам (до 75 %), предлагаемым малым фирмам. Эти компании обеспечивают малые инновационные фирмы венчурным капиталом, субсидируемым государством. Согласно действующим правилам SBIC могут инвестировать в форме ссуды, вложения в акции или использовать комбинации этих инструментов. Однако SBIC не имеют стимулов делать долгосрочные инвестиции в акционерный капитал высокорискованных компаний. Со дня основания и до начала 90-х гг. SBIC выплатили 55 тысячам малых компаний 8,5 млрд долл., в том числе 2,6 млрд в виде государственных кредитов.

5. Венчурные подразделения крупных банков преследуют две основные цели: во-первых, получить высокий уровень доходности от инвестированного ими капитала в начинающие инновационные компании с перспективами быстрого роста их рыночной стоимости, и во-вторых, предоставить посреднические услуги фирмам, поддержанным венчурным капиталом (venture-backed firm), на рынке слияния и поглощения, а также на рынке публичного размещения акций (Initial Public Offering – IPO).

Трансакционные затраты агентов венчурного инвестирования

Процесс селекции инвестиционных возможностей «бизнес-ангелами» и фирмами ВК состоит из многих стадий, куда входит первичное просеивание сделок, детальная оценка и процесс тщательного изучения (due diligence). «Бизнес-ангелы» часто проводят тщательное изучение сами или с помощью сетей «бизнес-ангелов». На всех стадиях опыт и рабочие связи инвесторов очень важны для эффективной селекции объектов для инвестиций. Многие

детали этого процесса зависят от наличия эффективной системы поддержки (юристы по вопросам интеллектуальной собственности; фирмы, специализирующиеся по процедуре тщательного изучения и исследования рынка; фирмы по найму управленческого персонала с опытом работы в новых предприятиях; бухгалтеры и т.д.). В этой связи месторасположение инвесторов оказывает большое влияние на их способность лично рассматривать и отбирать инвестиционные проекты. И в отношении «бизнес-ангелов», и в случае венчурных капиталистов возможность лично рассмотреть инвестиционные преимущества играет важную роль в первичном привлечении инвесторов. По этой причине даже крупные фонды, которые можно было бы рекомендовать для масштабных сделок, предпочитают работать с региональными / местными «бизнес-ангелами», чтобы быть уверенными в качестве потока сделок.

«Бизнес-ангелы» особенно внимательно изучают качество управляющей команды, желая получить адекватную информацию об их способности успешно решать текущие управленческие задачи, в то время как венчурные капиталисты озабочены в первую очередь рыночными рисками, стоящими перед предприятием, такими как потенциальный размер рынка, прибыльность и давление со стороны конкурентов.

Основной проблемой, которую приходится решать «бизнес-ангелам», является недостаточный объем информации об источниках финансирования, с одной стороны, и об инвестиционных возможностях – с другой [13]. Ее решение предполагает создание национальной информационной сети венчурного финансирования. В Европе в 1999 г. была создана Европейская сеть бизнес-ангелов (EBAN), включая национальные сети, число которых возросло с 66 в 1999 г. до 211 в 2006 г., а количество зарегистрированных в них активно действующих «бизнес-ангелов» – с 470 до 8000 человек [7].

Сети BAN и другие профессиональные сети «бизнес-ангелов» разработали схему, по которой можно сопоставлять навыки конкретных «бизнес-ангелов» с нуждами отдельных предприятий. Некоторые сети «бизнес-ангелов» создали сложно устроенные платформы для проведения своего рода процедур достижения соответствия между проектами и инвесторами, а также между инвесторами и предпринимателями.

Заключение договоров обеспечивает согласованность интересов инвесторов и предпринимателей, а также и определение надлежащих стимулов предпринимателей. Для «бизнес-ангелов», в частности, невозможность обсудить благоприятную структуру сделки (методы оценки предприятия и структуру участия в акционерном капитале) создает главное препятствие для инвестиции. Недостаток знаний о типах ценных бумаг или методах оценки, как и неумение использовать отдельные формы ценных бумаг или контрактов в некоторых правовых ситуациях, приводит к обострению этой проблемы. В венчурном инвестировании конвертируемые привилегированные акции играют важную роль, сближая интересы инвесторов и управляющих.

Трансакционные эффекты венчурного инвестирования

Основным смыслом прямого инвестирования в частные незарегистрированные на фондовой бирже компании является возможность для инве-

сторов продать свою долю акций в будущем по цене, которая обеспечивает инвесторам доход, адекватный принятым ими рискам. Имеется много различных способов продажи долей участия в капитале – IPO, поглощение, вторичная продажа, обратный выкуп или списание. Наиболее прибыльными путями являются IPO и поглощение. В связи с этим наличие активной фондовой биржи, открытой для выпуска в обращение новых ценных бумаг, очень важно для нормального функционирования индустрии прямого инвестирования ранних стадий через «бизнес-ангелов».

Таким образом, венчурное финансирование в институциональном аспекте представляет собой множества институтов развития наукоемкого бизнеса, которые позволяют снизить уровень неопределенности на этапах анализа и организации производства новаций и тем самым обеспечить рост прибыли, а также уменьшить дефицит производственных и потребительских ресурсов.

Литература

1. Клейнер Г.Б. Эволюция институциональных систем. М.: Наука, 2004.
2. Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. 2001. №3.
3. Попов Е.В., Власов М.В. Систематизация миниэкономических институтов производства новых знаний // Экономическая наука современной России. 2009. №2.
4. Global Insight. Venture impact: The economic importance of venture capital backed companies to the US Economy. 3rd Edition. NVCA. 2007.
5. PriceWaterhouseCoopers. MoneyTree. www.pwcmoneytree.com
6. Bygrave W.D. & Quill M. Global entrepreneurship monitor: 2006 financing report: Babson College and London Business School. 2007.
7. EBAN. 2007. Statistics addendum. 2006.
8. EVCA. 2002. Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe.
9. Hellman T. & Puri M. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence// Journal of Finance. 2002. Vol. 57.
10. Kann A. Strategic venture capital investing by corporations: A framework for structuring and valuing corporate venture capital programs. Dissertation, Stanford University, CA, 2001.
11. Gompers P. & Lerner J. The Venture Capital Cycle. Cambridge, MA & London: MIT Press, 1999.
12. Maula M. & Murray G. Corporate venture capital and the creation of US public companies: the impact of source of venture capital on the performance of portfolio companies // M. Hitt R. Amit, C. Lucier & R. Nixon (Eds.) Creating Value: Winners in the New Business Environment. Oxford: Black Publishers, 2001.
13. Sohl J. Testimony in support of The Access to Capital for Entrepreneurs Act of 2006 (HR 5198). Center for Venture Research, University of New Hampshire, 2006.