

# Венчурные фонды и венчурные инвестиции

## *как это работает*

Александр Мертенс

### **Фонды частного капитала и венчурные фонды**

Фондами частного капитала (private equity funds) называют финансовых посредников, вкладывающих средства инвесторов в собственный капитал частных (т.е. НЕ публичных - не котирующихся на фондовом рынке) компаний. Венчурными принято называть фонды частного капитала, которые инвестируют в предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего развития.

На практике провести сколько-нибудь точную грань между понятиями "инвестиции в частный капитал" (private equity investment) и "венчурные инвестиции" (venture investment) сложно. Часто между ними ставится знак равенства. Те или иные терминологические акценты могут объясняться различиями в институциональном окружении и особенностях финансовых рынков той или иной страны. Определение "инвестиции в частный капитал" является более широким и включает не только венчурные инвестиции, но и вложения в зрелые бизнесы, включая финансирование сделок по выкупу фирм (buyouts).

В 2001 г. Верховная Рада Украины приняла закон "Об институтах совместного инвестирования (паевых и корпоративных инвестиционных фондах)". Помимо прочего, закон ввел в украинское законодательное поле определение "венчурного фонда". Не должно вызывать сомнений, что авторы закона руководствовались благими намерениями создания в Украине инфраструктуры фондов частного капитала и венчурных инвестиций, которая способствовала бы развитию инвестиционных процессов и доступу предприятий к источникам финансирования.

Примеры, когда понятие "венчурный фонд" определено законодательно, в мире найти сложно. В тоже время, во многих странах деятельность венчурных фондов на рынке капитала очень заметна и развивается уже на протяжении многих десятилетий. В США только в 2000 г. венчурными капиталистами было инвестировано более 81 млрд. дол. Компании, на определенных этапах своего развития профинансированные венчурными фондами, - это 20% от общего количества всех американских публичных компаний, на их долю приходится 32% рыночной стоимости (2,7 трлн. дол.), 11% объемов продаж (4,2 трлн. дол.) и 13% прибылей (513 млрд. дол.) всех публичных корпораций США.

Вторым после США по развитости рынком частного капитала является Европа, где объем инвестиций в 2002 г. составил около 27 млрд. евро, хотя менее 10% этого объема составляют собственно венчурные по своей природе инвестиции - вложения на ранних стадиях развития бизнеса.

В украинском законодательстве венчурный фонд - это инвестиционный фонд закрытого типа (паевой или корпоративный), на структуру активов которого не накладывается существенных ограничений (как в случае диверсифицированного фонда), и вкладчиками которого могут быть исключительно юридические лица. Активами фонда управляет компания по управлению активами (КУА), ответственное хранение активов обеспечивает компания-хранитель. Насколько жизнеспособной и эффективной окажется такая структура - покажет время, тем не менее уже на сегодняшний день в Украине создано около 50 венчурных фондов. Наблюдатели часто высказывают мнение, что украинские венчурные фонды - это далеко не то же самое, что фонды частного капитала на Западе, что цель их создания - не финансирование растущих бизнесов, а реализация тех или иных схем управления собственностью и использование налоговых преимуществ, которыми обладает фонд (инвестиционные фонды не платят налог на прибыль). Возможно это так, по крайней мере отчасти.

Цель этой статьи - кратко изложить наиболее важные особенности практики деятельности западных (прежде всего - американских) венчурных фондов и провести параллели с теми возможностями, которые представляет инвесторам и предприятиям схема деятельности, заложенная в украинском Законе.

## **Венчурный капитал и финансирование инноваций**

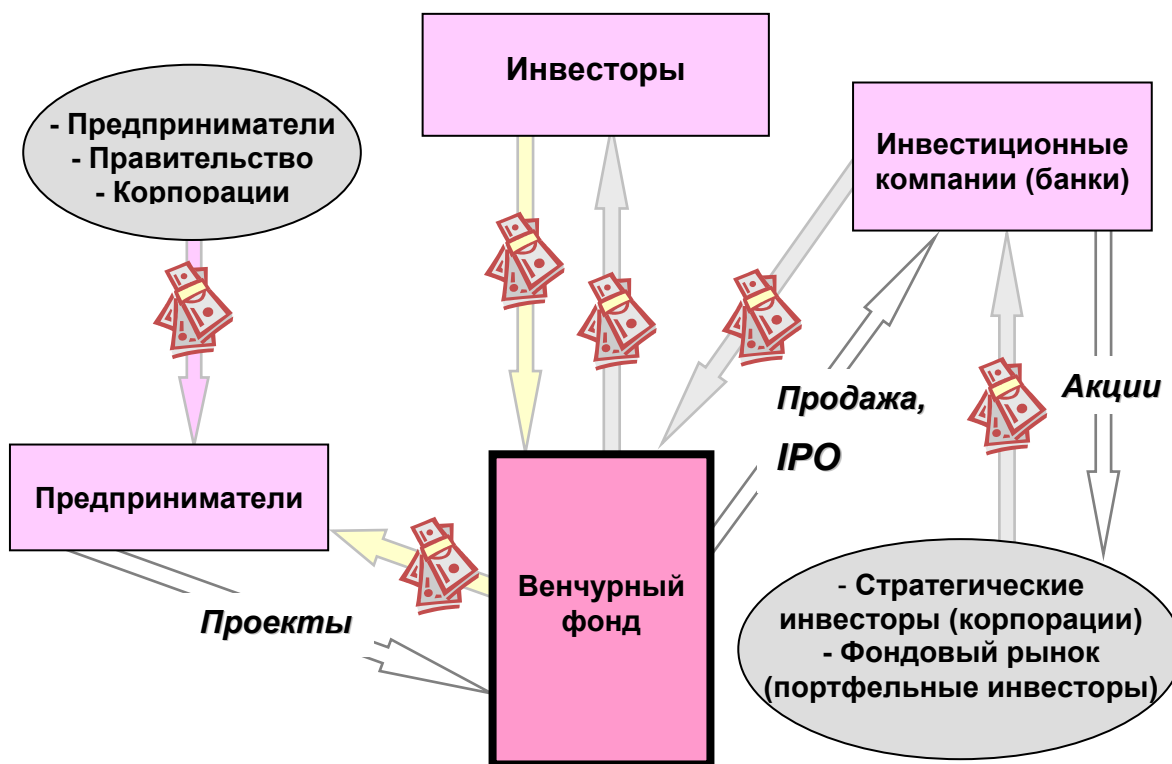
В противоположность популярному мнению, венчурный капитал играет незначительную роль в первичном финансировании инноваций. В США из более чем 81 млрд. долларов, инвестированных венчурной индустрией в 2000 г., только около 23% - это инвестиции на ранних стадиях развития предприятия и менее 10% - инвестиции в т.н. стартапы (только что созданные компании). Основная доля венчурных инвестиций направляется на развитие проектов, изначально профинансированных за счет средств государства или больших корпораций. Венчурный капитал играет значительную роль на последующих стадиях инновационного процесса - в период, когда эти инновации коммерциализируются. Большая часть венчурных инвестиций используется для построения инфраструктуры, необходимой растущему бизнесу - основные фонды, оборотный капитал, маркетинг и продажи.

Венчурный капитал - это не "длинные" деньги, в том смысле, что венчурный фонд финансирует предприятие только до того момента, пока оно не приобретет достаточный размер и кредитоспособность, чтобы быть проданным большой корпорации (стратегическому инвестору) или быть выведенным на фондовый рынок. Обычный срок венчурной инвестиции - 3 - 5 лет, только в относительно редких случаях срок может достигать 7 - 8 лет.

Рыночная ниша для венчурного капитала существует по причине сложившейся структуры рынков капитала. Коммерческие банки как правило существенно ограничены в возможностях финансирования растущих предприятий: они не могут увеличивать свои процентные ставки до уровня, компенсирующего риски молодых компаний (а если бы могли, заемный капитал - не лучший способ финансирования молодых и растущих предприятий по причине высокого риска

неплатежеспособности) и, соответственно, могут предоставлять кредиты только в том объеме, в котором предприятие может обеспечить займ залогом. Но имущества, которое может служить залогом, у недавно созданного предприятия часто недостаточно. С другой стороны, финансирование со стороны фондового рынка и больших институциональных портфельных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов) доступно только относительно крупным и зрелым компаниям. Венчурный капитал заполняет разрыв между источниками финансирования инноваций (собственными средствами предпринимателей, государственными средствами и средствами больших корпораций) и дешевыми источниками капитала, предоставляемыми фондовым рынком и банковским сектором.

Для того, чтобы успешно заполнить этот разрыв, венчурный фонд должен обеспечить уровень отдачи на инвестиции, достаточный для привлечения средств инвесторов, и условия, привлекательные для предпринимателей.



**Рис.1. Как устроена венчурная индустрия.** Ключевыми участниками инвестиционного процесса являются: (1) инвесторы, стремящиеся к получению высоких доходов; (2) предприниматели, которым необходим капитал; (3) инвестиционные банки, организующие продажу компаний; и (4) венчурные фонды (венчурные капиталисты), зарабатывающие деньги на посредничестве между перечисленными заинтересованными сторонами.

## **Каким образом венчурные фонды получают высокий доход при приемлемом риске**

Инвесторы, вкладывающие средства в венчурные фонды в США - это в большинстве пенсионные фонды, инвестиционные фонды и страховые компании, университетские фонды. Все они вкладывают небольшую долю своих средств в высокорисковые инвестиции. Ожидаемая отдача от этих инвестиций - 25-35% годовых. Критерием при выборе венчурного фонда для вложения денег для институциональных инвесторов обычно является не то, какие именно проекты финансируются венчурным фондом, а репутация и прошлые успехи людей, управляющих фондом.

Роль, которую играют институциональные инвесторы, и прежде всего - пенсионные фонды, в финансировании венчурных инвестиций не всегда была настолько большой, как сегодня: если в 1987 в США доля пенсионных денег в финансировании венчурных фондов составляла 15%, то в 1998 г. - уже 47%, при том что абсолютный объем вложений в венчурные фонды вырос за это период более чем в три раза. Безусловно, рост вложений институциональных инвесторов - одна из главных причин увеличения активности американской венчурной индустрии в 80-е - 90-е гг. Однако с этим связаны и определенные негативные тенденции - беспрецедентный приток денег в отрасль привел к появлению множества новых недостаточно опытных и недостаточно профессиональных участников, а также повышение давления на венчурных капиталистов с требованиями обеспечить высокие результаты уже в краткосрочной перспективе - менеджер пенсионного фонда как правило не может позволить себе демонстрировать низкие результаты доходности портфеля даже на коротких промежутках времени. Последний фактор - одна из основных причин смещения интереса венчурных капиталистов к финансированию бизнесов на более поздних стадиях развития с целью более быстрого выхода, в ущерб финансированию стартапов.

Секрет того, каким образом венчурные фонды достигают высокой доходности вложений при приемлемом риске, состоит в их инвестиционной стратегии (какие проекты выбираются) и способах структурирования сделок.

### **Стратегия венчурных инвестиций**

Стратегия отбора проектов для венчурного фонда чрезвычайно важна. Только около 1% проектов, которые получает на рассмотрение венчурный капиталист, доходят до стадии финансирования. 90% предложений отклоняются уже в результате предварительного рассмотрения, оставшиеся 10% подвергаются более глубокому анализу, только 3 - 4% доходят до стадии due diligence, и только около трети из них получают финансирование.

Не совсем верно считать, что венчурные фонды инвестируют прежде всего в перспективные идеи и многообещающих людей. В действительности, венчурные фонды вкладывают средства в отрасли, которые растут и конкуренция в которых, до определенного момента, недостаточно высока. Согласно статистике, в 80-е годы

существенная доля венчурных инвестиций в США направлялась в энергетику и производство компьютерной техники, в начале 90-х - в производство программного обеспечения, генную инженерию и телекоммуникации, в конце 90-х - в интернет-компании. Закономерность состоит только в одном - венчурный капитал идет в отрасли, которые быстро растут.

Еще один миф - венчурный капитал тщательно отбирает потенциально успешные компании, обладающие потенциалом стать лидерами рынка. Это не всегда так. На этапе быстрого роста отрасли очень многие компании растут вместе с ней. Это потом, когда конкуренция станет более жесткой, определятся победители и проигравшие. Но к этому моменту венчурный капиталист уже выйдет из инвестиции. Поэтому ему совсем необязательно выбрать именно ту компанию, которая выиграет в конкурентной борьбе в долгосрочной перспективе. Необходимо выбрать компанию, которая в состоянии удовлетворять растущий спрос и расти вместе с рынком. Чего венчурные капиталисты как правило избегают, так это - стагнирующих отраслей, а также тех сегментов рынка, которые не подтвердили свой потенциал роста.

Таким образом, типичная стратегия венчурного фонда - инвестировать в компании, представляющие быстрорастущие отрасли и способные расти вместе с рынком, и выйти из инвестиции до того, как потенциал роста рынка будет исчерпан. Именно такая стратегия позволяет получать значительные доходы при приемлемом риске.

Классический венчурный капиталист - это человек, не просто финансирующий развитие компании, но и способствующий созданию стоимости своим активным участием в управлении проектом. Участие в наблюдательном совете, использование опыта предыдущих проектов и знания отрасли, привлечение высококвалифицированных специалистов (консультантов, аудиторов, инвестиционных банкиров), которых предприятие самостоятельно не могло бы привлечь - основные сферы его деятельности. Хотя наблюдатели отмечают, что в последнее десятилетие этой важной роли венчурные капиталисты уделяют все меньше времени по причине роста объемов средств в управлении и увеличения количества проектов в портфелях фондов.

## **Структурирование сделки**

Вариантов оформления сделки может существовать достаточно много. Но существует общая закономерность: сделка структурируется таким образом, чтобы дать венчурному фонду возможности получения еще большего дохода в случае успеха предприятия, и в то же время - застраховать его от потерь в случае неудачи.

Типичным инструментом для венчурных инвестиций в США являются привилегированные конвертируемые акции. В момент выхода из инвестиции эти акции конвертируются в обыкновенные и продаются стратегическому инвестору (крупной корпорации) или на фондовом рынке посредством IPO. Данный инструмент предоставляет инвестору определенную страховку на случай неудачи. Ключевым свойством таких акций являются преимущественные права их владельцев (венчурных капиталистов) - в случае ликвидации предприятия (неудачи

проекта) простые акционеры не могут получить ничего, пока предприятие не вернет весь объем инвестиций собственникам привилегированных акций.

Кроме того, условия сделки обычно содержат положения о защите венчурного фонда от размывания капитала. В случае успеха проекта и возникновения потребности в дополнительном финансировании, венчурный фонд имеет право покупать акции новых выпусков по такой же цене, как и на первоначальном этапе финансирования, несмотря на возросшую стоимость предприятия, или, как минимум - по заранее определенной цене, которая может быть значительно ниже справедливой стоимости. В других случаях, условием соглашения является сохранение за венчурным фондом первоначальной доли в бизнесе (на льготных условиях), независимо от последующих новых раундов привлечения капитала.

В любой сделке венчурного финансирования потенциально заложены существенные агентские издержки - включающие как прямые потери, связанные с возможными конфликтами интересов между инвесторами и менеджментом, так и затраты на преодоление таких конфликтов интересов. Эффективное структурирование сделки позволяет, насколько это возможно, снижать агентские издержки. Инструментами здесь служат: участие менеджмента в собственном капитале предприятия, прямое участие венчурных капиталистов в контроле и управлении через активную работу в наблюдательном совете, а также поэтапное финансирование проекта, когда каждый следующий раунд финансирования реализуется в зависимости от определенных измеряемых показателей успешности развития проекта.

## **Диверсификация**

Венчурные фонды обычно стремятся к снижению своих рисков через диверсификацию. Это означает, что для финансирования проектов как правило привлекается несколько фондов - один ведущий и несколько со-инвесторов. Достаточно редко один фонд полностью финансирует проект. Привлечение партнеров позволяет фондам в большей степени диверсифицировать свои инвестиции, финансируя большее количество проектов, что существенно снижает риски. Совместное финансирование имеет и другие преимущества - это позволяет привлекать экспертов из других фондов и повышать доверие инвесторов к успеху предприятия.

## **Как организован типичный западный венчурный фонд**

В абсолютном большинстве случаев венчурный фонд на Западе (в частности, в США) - это limited partnership, в котором есть управляющие партнеры (general partners - венчурные капиталисты), которые руководят деятельностью фонда, и инвесторы (limited partners - партнеры с ограниченной ответственностью). Наиболее близкий аналог такой структуры в украинском законодательстве - командитное общество, в котором есть два типа участников - с полной ответственностью и

вкладчики<sup>1</sup>. Собственные вложения венчурных капиталистов (партнеров с полной ответственностью) редко превышают 1% от общего объема средств фонда. Фонд имеет ограниченный срок существования - в среднем 7 - 10 лет: первые годы деятельности посвящены инвестированию, последние годы - продаже активов, средний срок инвестиции - обычно до 5 лет. Величина фонда может составлять от нескольких десятков до нескольких сотен миллионов долларов.

## **Доходы венчурных капиталистов**

Обычный уровень требований венчурного фонда к финансируемому проекту - рост капитала в 10 раз на протяжении 5 лет реализации проекта. Это означает отдачу на инвестиции чуть менее 60% годовых. Это очень большой уровень доходности, но иначе фонд не сможет достичь средней отдачи на вложенные средства в 20% - 25% для инвесторов и обеспечить достаточный уровень доходов управляющим, т.к. определенная часть проектов может оказаться убыточной, другая часть - не принести ожидаемых доходов. Требования по доходности могут быть ниже, если финансируется более поздний этап развития бизнеса - в этом случае меньше риск неудачи.

Доходы управляющих обычно включают две составляющие - оплата за управление активами в размере 2% - 3% процентов от стоимости вложенных средств, выплачиваемая независимо от финансовых результатов, и участие в прибыли - обычно от 20 до 30%. Например, если размер фонда равен 100 млн. дол., а средняя доходность портфеля - 25 - 30% годовых, доходы венчурных капиталистов могут составить 10 - 12 млн. дол. в год. Основная доля доходов венчурного капиталиста обеспечивается участием в прибыли от реализуемых проектов и это является ключевым инструментом согласования интересов управляющих партнеров и вкладчиков. Другая важная причина для венчурных капиталистов действовать в интересах вкладчиков - необходимость создания и защиты репутации, которая предельно важна для привлечения средств в будущем. Прямые средства контроля за действиями управляющих партнеров со стороны вкладчиков, как правило, играют незначительную роль.

## **Зачем венчурные инвестиции предпринимателю**

На первый взгляд структура и условия сделки между предприятием и венчурным фондом, не должны способствовать заинтересованности предпринимателя в получении финансирования от венчурного капиталиста. Тем не менее, венчурные фонды не имеют недостатка в проектах, а финансирование получают не более одного процента предпринимателей, обратившихся в фонд.

---

<sup>1</sup> Украинское командитное общество скорее всего не может служить юридической оболочкой для структуры, подобной венчурному фонду, т. к. доля вкладчиков (партнеров с ограниченной ответственностью) в соответствии с Законом "О хозяйственных обществах" не может превышать 50%, т.е. оставшийся капитал должен быть вложен управляющими партнерами. Такие большие вложения управляющих партнеров в фонд для западных венчурных капиталистов не характерны.

Почему для предпринимателя может быть выгодным такое дорогое финансирование? Этому есть несколько причин. Во-первых, за венчурным капиталом обращаются те предприятия, для которых возможности получить инвестиции из других источников ограничены. Во-вторых, использование средств венчурного капиталиста - это снизить свои риски. Наконец, развитие собственного предприятия с использованием венчурного капитала - это для многих единственная возможность выхода на новый уровень бизнеса и соответственно - новый уровень доходов.

Для достижения успеха, увеличения потенциальных выгод и ограничения рисков, предпринимателю полезно понимать механику работы венчурного фонда, его цели и приоритеты. Венчурный капиталист инвестирует не в идеи, ему нужны эффективные менеджеры в растущих сегментах экономики. Квалифицированный и опытный венчурный капиталист может дать предприятию не только деньги, но и полезный опыт, доступ к лучшим специалистам, способствовать повышению репутации компании. Понимание этих факторов предпринимателем, его реалистичные ожидания от сделки - одно из важных условий ее успеха.

### **Возможности развития венчурной отрасли в Украине**

Только время покажет - какой будет роль создаваемых сегодня венчурных фондов в экономике Украины, какими будут основные направления и особенности их деятельности. Тем не менее, исходя из опыта развития венчурной индустрии на Западе, уже сегодня можно говорить о том - какие условия должны быть выполнены, чтобы венчурные фонды играли действительно серьезную роль в финансировании растущих отраслей украинской экономики.

Первое условие для развития венчурных фондов - доступ к источникам финансирования инвестиций. На сегодня, в соответствии с действующим Законом, ни физические лица, ни институциональные инвесторы (инвестиционные и пенсионные фонды) не могут инвестировать в венчурные фонды. Это существенно сокращает потенциальную инвестиционную базу для венчурных инвестиций. Напомним, что бурное развитие венчурных фондов в США началось именно после того, как пенсионным фондам было разрешено инвестировать до 10% своих активов в венчурные проекты.

По существу, источниками финансирования венчурных фондов в Украине на сегодня могут стать либо свободные средства украинских финансово-промышленных групп, либо - средства зарубежных инвесторов (частные либо институциональные). О масштабном присутствии последних говорить рано, так как ни репутация украинской венчурной индустрии, ни украинская бизнес-среда в целом недостаточно для них привлекательны.

Второе важное условие - создание возможностей структурирования сделки, которые ограничивали бы риски фонда. Речь идет об инструментах собственности со свойствами опциона - конвертируемых привилегированных акциях и конвертируемых облигациях. Что касается обычных привилегированных акций, присутствующих в украинском законодательстве, то, во-первых, они не дают права на участие в управлении, во-вторых, они могут составлять лишь 10% уставного

фонда, что может оказаться далеко не достаточно для венчурного проекта. Единственным инструментом, который может использовать венчурный инвестор в Украине, остаются обыкновенные акции, и это характерно для деятельности фондов частного капитала на большинстве развивающихся рынков. Недостатком здесь является отсутствие страховки для инвестора на случай неблагоприятного сценария реализации проекта. Кроме того, в условиях, мягко говоря, недостаточно высоких стандартов корпоративного управления, венчурному инвестору для гарантии своих прав собственника необходимо иметь значительный, или даже - контрольный пакет акций.

Третье условие - развитие рынка акций и создание условий для IPO. Это в свою очередь требует развития инвестиционной базы - в первую очередь, роста активов пенсионных и инвестиционных фондов. В отсутствие финансового рынка и возможности IPO, единственной возможностью выхода из инвестиции для фонда остается продажа пакета стратегическому инвестору, но это заведомо означает существенно меньшую конкуренцию среди покупателей, недооцененность при продаже, а значит - отдача от венчурного проекта может оказаться недостаточной для обеспечения заинтересованности всех сторон сделки.

Несмотря на то, что выполнение перечисленных условий требует времени и усилий как со стороны законодателей и правительства, так и инвестиционной отрасли, в Украине есть и основания для осторожного оптимизма. Прежде всего это - наличие отраслей, обладающих далеко не исчерпанным потенциалом роста, а значит - проектов, требующих финансирования и потенциально выгодных для венчурного инвестора.

*При подготовке статьи использованы материалы: (1) Bob Zider. How Venture Capital Works. Harvard Business Review. November - December 1998; (2) Paul A. Gompers. A Note on the Venture Capital Industry. HBS 9-295-065, July 2001; S. D. Prowse. The Economics of the Private Equity Market. Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, Third Quarter 1998; (4) J. Lerner, R. Indahl & E. Zinterhofer. A Note on European Private Equity. HBS 9-299-017, November 2003.*