



**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
И СОЦИАЛЬНЫЙ СОВЕТ**

Distr.  
GENERAL

ECE/CECI/2008/4  
24 September 2008

RUSSIAN  
Original: ENGLISH

---

**ЕВРОПЕЙСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОМИССИЯ**

**КОМИТЕТ ПО ЭКОНОМИЧЕСКОМУ СОТРУДНИЧЕСТВУ  
И ИНТЕГРАЦИИ**

Третья сессия

Женева, 3-5 декабря 2008 года

Пункт 2 d) предварительной повестки дня

**ХОД ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ПРОГРАММЫ**

**СОДЕЙСТВИЕ СОЗДАНИЮ БЛАГОПРИЯТНЫХ УСЛОВИЙ ДЛЯ ЭФФЕКТИВНОГО  
ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА В ИНТЕРЕСАХ ПОДДЕРЖКИ ПРОЦЕССА  
ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ**

**ПРИНЦИПАЛЬНЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО УЛУЧШЕНИЮ РЕГУЛИРУЮЩИХ  
ОСНОВ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

Записка секретариата

*Резюме*

Программой работы Комитета по экономическому сотрудничеству и интеграции на 2006-2008 годы предусмотрена подготовка принципиальных рекомендаций по улучшению регулирующих основ для финансирования инновационной деятельности. Настоящий документ основан главным образом на выводах сравнительного обзора последствий государственной политики и регулирования для финансового посредничества, обеспечивающего поддержку процесса развития, основанного на знаниях, а также на материалах, подготовленных сетью экспертов КЭСИ в этой области, включая итоговый документ Международной конференции по теме "Инвестиции в инновации: содействие созданию новых возможностей в регионе ЕЭК ООН", проходившей в Женеве 10-11 апреля 2008 года.

В документе описываются различные этапы цикла развития инновационных компаний и рассматриваются различные альтернативы финансирования, которые в большей степени подходят на каждом из этих этапов. В нем определяется целый спектр возможных мер политики для поддержки инновационных предприятий в их усилиях по мобилизации финансирования. Они охватывают общие аспекты режимов налогообложения и регулирования, а также конкретные программы. В настоящих рекомендациях по вопросам политики описываются также желательные черты мер государственного вмешательства в этой области и рассматриваются соответствующие соображения, связанные с разработкой программ поддержки.

СОДЕРЖАНИЕ

	<i>Пункты</i>	<i>Стр.</i>
ВВЕДЕНИЕ .....	1 - 4	4
I.    ПРИРОДА И ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ .....	5 - 12	4
II.   ОТ ИДЕЙ К ФОРМИРОВАНИЮ НОВЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ .....	13 - 37	7
III.  РОСТ НА РАННИХ ЭТАПАХ .....	38 - 59	14
IV.  ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ И ПУБЛИЧНЫЕ РЫНКИ КАПИТАЛА .....	60 - 71	20
V.   ОБЩИЕ ВЫВОДЫ .....	72 - 81	23

## **ВВЕДЕНИЕ**

1. В приоритетной области "Содействие созданию благоприятных условий для эффективного финансового посредничества в интересах поддержки процесса инновационного развития" Программы работы Комитета по экономическому сотрудничеству и интеграции (КЭСИ) на 2006-2008 годы предусматривается подготовка следующих документов:

а) сравнительный обзор последствий государственной политики и регулирования для финансового посредничества, обеспечивающего поддержку процесса развития, основанного на знаниях; и

б) принципиальные рекомендации по улучшению регулирующих основ для финансирования инновационной деятельности.

2. Сравнительный обзор национальной политики и практики, подготовленный по согласованию с сетью экспертов КЭСИ и заинтересованными сторонами, будет опубликован в качестве официального издания ЕЭК ООН под названием "Варианты и инструменты политики в области финансирования инновационной деятельности: практическое руководство по финансированию на ранних этапах".

3. Настоящие принципиальные рекомендации основаны на выводах этого сравнительного обзора и итогах Международной конференции, состоявшейся в Женеве 10-11 апреля 2008 года (ЕСЕ/СЕСІ/CONF.2/2). В них определяется ряд вариантов и инструментов политики для поддержки инновационных предприятий в их усилиях по мобилизации финансирования. Ими охватываются общие аспекты режимов налогообложения и регулирования, а также конкретные целевые программы.

4. Эти рекомендации основаны на опыте государств - членов ЕЭК ООН, который служит благодатной почвой для транснационального извлечения уроков с точки зрения политики. Деятельность инновационных предприятий и их усилия по мобилизации финансирования тесно связаны с аспектами международного измерения, которое также было отражено при разработке этих рекомендаций.

### **I. ПРИРОДА И ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ**

5. Инновационные предприятия являются движущими силами экономического роста и создания рабочих мест. Они стремятся использовать на коммерческой основе новые идеи,

технологии, изобретения или другие научные либо рыночные знания и деловую практику посредством внедрения новых товаров или услуг, формирования новых рынков или выхода на них либо применения новых, более эффективных методов производства или организации деятельности. Большинство инновационных предприятий создаются в качестве малых и закрытых частных компаний, стремящихся раскрыть пока еще не определенный коммерческий потенциал той или иной новаторской идеи.

6. Существуют определенные этапы развития, проходя которые новаторская идея преобразуется в коммерчески успешное предприятие:

a) этап вызревания, охватывающий первоначальные исследования и разработки, связанные с идеей или бизнес-концепцией, с заострением внимания на определении ее технической осуществимости, рыночного потенциала и экономической жизнеспособности;

b) этап становления, охватывающий разработку прототипа продукции, первоначальные конъюнктурные исследования и деятельность по организации выхода на рынок, а также формирование формальной бизнес-организации;

c) этап раннего роста, подразумевающий мелкомасштабную коммерциализацию и рост, а также создание основ для наращивания бизнеса; и

d) этап расширения, охватывающий существенный рост масштабов и воздействие предприятия на рынок.

7. Чистый баланс движения денежных средств инновационного предприятия меняется по определенной модели с течением времени: он является отрицательным на этапах вызревания и становления, а затем становится положительным. Новообразующимся инновационным предприятиям необходимо преодолеть этот фактор неопределенности на раннем этапе, с тем чтобы раскрыть или создать свой коммерческий потенциал.

8. Многие из традиционных источников финансирования деятельности на раннем этапе не в полной мере подходят инновационным предприятиям. С учетом отрицательного баланса движения денежных средств и высокого риска провала на ранних этапах развития инновационным предприятиям в идеале нужны такие формы финансирования, которые не подразумевают гарантированной окупаемости предоставляемых средств.

9. На ранних этапах развития инновационных предприятий подходящими являются две формы финансирования:

а) *Поощрительные выплаты (гранты)*. Предприятия получают средства без каких-либо условий, т.е. предоставленные средства не должны возмещаться в случае провала предприятия. Такие средства могут использоваться для первоначальной проработки концепции или проведения конъюнктурных исследований. Это может послужить важной аттестацией для получающих такие средства предприятий, когда впоследствии они будут предпринимать усилия по мобилизации частного капитала для своего дальнейшего развития.

б) *Внешнее доленое финансирование*. Получая доли участия в обмен на свой капитал, инвесторы приобретают требования на остаточную стоимость предприятия, не только получая право на часть прибыли в случае раскрытия его потенциала, но и принимая на себя часть ответственности за риски. Типичными источниками внешнего долевого финансирования являются "бизнес-ангелы", фонды стартового капитала и инкубаторы, а также фонды венчурного капитала (включая частные, аффилированные с корпорациями или спонсируемые правительством фонды).

10. В рамках любых стратегических инициатив, ориентированных на улучшение условий для финансирования инновационных предприятий на ранних этапах, должны учитываться фундаментальные проблемы, сопряженные с формированием рынков для частного финансирования, а также более общие проблемы, связанные с государственным вмешательством.

11. Эти инициативы должны быть нацелены на решение проблемы синхронности подключения трех основных элементов: 1) капитала; 2) специализированных финансовых посредников; и 3) предпринимателей. Каждый из этих элементов в состоянии формироваться и развиваться только при наличии двух других элементов.

12. С учетом этапов развития инновационных предприятий можно выделить разные группы финансовых посредников, каждая из которых стремится достичь определенных целей, использовать конкретные источники капитала и обслуживать отдельные категории предпринимателей. Поэтому меры государственного вмешательства, нацеленные на содействие становлению и развитию такого звена посредников, требуют понимания проблем, с которыми они сталкиваются при мобилизации капитала, осуществлении инвестиций и получении должной отдачи от своих средств для поддержания своей деятельности.

## II. ОТ ИДЕЙ К ФОРМИРОВАНИЮ НОВЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

13. Трудно предсказать, сможет ли конкретное инновационное предприятие добиться успеха в широких масштабах. Для становления и развития инновационных компаний требуется сочетание перспективных возможностей, достаточных финансовых ресурсов и доступа к операционным, маркетинговым, финансовым и управленческим экспертным знаниям. Это требует создания системы поддержки инновационной деятельности, которая постоянно отслеживает перспективные идеи и выделяет все более крупные объемы ресурсов для проектов, набирающих обороты в своем развитии.
14. Формирование подобной системы зависит от подпитки идеями и от эффективной структуры принятия решений, обеспечивающей оценку, отбор и поддержку перспективных идей. Для выявления и должной оценки этих идей требуется близость как с географической точки зрения, так и с точки зрения знаний.
15. Для внедрения системы поддержки инновационной деятельности необходима система стимулов, способствующих становлению таких субъектов, а также общая координация действий этих субъектов для обеспечения надлежащего охвата всех областей спектра инновационных предприятий. Эффективную роль в решении этих задач может сыграть государственная политика в рамках как непосредственного участия государства, так и косвенных стимулов и поддержки.
16. Разработка инициатив в рамках государственной политики должна основываться на понимании специфических проблем, стоящих как перед потенциальными предпринимателями, так и перед инвесторами на ранних этапах процесса развития предприятия. Перед потенциальными предпринимателями стоит задача, связанная с генерированием, оценкой и развитием перспективных идей. Для достижения успеха необходимы оценка их осуществимости и понимание процесса развития и финансирования предприятий. В свою очередь потенциальным инвесторам необходимо отбирать перспективные проекты в условиях отсутствия о них достаточной информации, отслеживать развитие этих проектов для обеспечения прекращения выделения ресурсов на малоперспективные проекты и получать доходы, соизмеримые с риском финансирования этих проектов.
17. Государственные инициативы могут разрабатываться для решения одной или более из этих задач. Но в совокупности, в рамках более широких основ политики, они должны обеспечивать преодоление всех проблем. Отдельные инициативы могут предполагать непосредственное взаимодействие с потенциальными инновационными предприятиями через предоставление грантов для оценки осуществимости идей, поощрение налаживания

контактов с учреждениями, действующими в сфере научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок (НИОКР), а также предоставление услуг по деловой поддержке и косвенное взаимодействие через финансовую и техническую поддержку и обеспечение стимулов для специализированных посредников, таких как учреждения сферы микрокредитования, "бизнес-ангелы" и корпоративные фонды венчурного капитала.

18. Гранты для оценки осуществимости, предоставляемые государственными учреждениями, являются эффективным источником стартового финансирования инновационных компаний. Конечная цель таких программ заключается в обеспечении условий для преобразования новаторских идей в предложения, которые способны генерировать значительные инвестиционные возможности для частных инвесторов, и в конечном итоге для их трансформации в предприятия, обеспечивающие значительную экономическую и социальную отдачу. Однако такие программы подвержены политическому и бюрократическому влиянию, которое может сказываться на доброкачественности деловых решений.

19. Существует целый ряд областей, в которых необходимо найти должные решения для достижения целей, поставленных перед такими программами:

- a) структура процесса принятия решений (т.е. кто принимает решения о финансировании?);
- b) критерии принятия решений (природа субъектов, принимающих решения, и согласованность между ними);
- c) аттестация на предмет соответствия требованиям частных инвесторов (т.е. будут ли они воспринимать гранты как позитивные сигналы?);
- d) отслеживание и поддержка отдельных проектов;
- e) должные меры по оценке программ; и
- f) обеспечение потока качественных сделок.

20. Для коммерциализации новейших научных знаний через формирование инновационных, технологичных предприятий требуется эффективная интеграция и обмен информацией между государственными учреждениями сферы НИОКР и деловыми и образовательными учреждениями.



21 Для налаживания взаимоотношений между предприятиями и государственными учреждениями сферы НИОКР можно использовать различные пути:

- a) разъяснение профессорско-преподавательскому составу и исследователям существующих предпринимательских возможностей процесса развития этих возможностей, а также ресурсной базы для реализации этих возможностей;
- b) предоставление деловым партнерам информации о характере и возможностях применения научных знаний, генерируемых в государственных учреждениях сферы НИОКР;
- c) предоставление технической и финансовой поддержки для первоначальной проработки идей; и
- d) предоставление технического и финансового содействия для инкубации перспективных предприятий.

22. Для развития этих отношений можно использовать ряд конкретных посредников:

- a) центры передачи технологии или сети сотрудничества между научно-исследовательскими, деловыми и образовательными учреждениями;
- b) посредники, предоставляющие специализированные услуги; и
- c) технологические инкубаторы или катализаторы инновационной деятельности.

23. Особое внимание следует уделять способности получающих поддержку предприятий привлекать дальнейшее финансирование после их "выпуска" из программ поддержки со стороны этих посредников.

24. Услуги деловой поддержки способны помочь предпринимателям в преодолении первоначальных проблем в развитии компании. Эти услуги могут послужить платформами для обеспечения "инвестиционной готовности" их получателей в таких вопросах, как подготовка предпринимателями подходящих бизнес-планов и обеспечение понимания ими разных источников финансирования, имеющихся для их предприятий на разных этапах развития.

25. Потенциальным предприятиям может быть предоставлен широкий спектр услуг, исходя из нижеследующих целей:

- а) повышение осведомленности (информация для генерирования и поддержки деловых возможностей);
- б) развитие сетевых связей (т.е. поощрение контактов между различными заинтересованными сторонами);
- с) поиск партнеров (установление связей между предпринимателями и источниками экспертных знаний и финансирования);
- д) обучение по вопросам подготовки технико-экономических обоснований и разработки бизнес-планов; и
- е) практическое инструктирование (т.е. инструктирование через подготовку технико-экономических обоснований и составление бизнес-планов).

26. Одним из подходящих инструментов поддержки процесса первоначальной разработки концепций или подготовки технико-экономических обоснований является предоставление мелких ссуд (микрокредитов). Ввиду сочетания высоких операционных издержек и небольших объемов ссуд такие кредиты являются невыгодными для большинства банков и часто предоставляются специализированными учреждениями по микрофинансированию (УМФ). УМФ используют разные методы оценки, имеют разные требования к обеспечению кредитов и могут также предоставлять деловые консультации и услуги по деловой поддержке.

27. Для увеличения общих объемов микрокредитования соответствующих предпринимателей можно использовать различные инструменты:

- а) предоставление грантов и технической поддержки определенным УМФ для мобилизации первоначального капитала или компенсации высоких издержек, присущих их деятельности по микрокредитованию;
- б) прямое финансирование или совместное финансирование проектов, иницируемых УМФ или другими соответствующими организациями по микрокредитованию;
- с) предоставление гарантий по микрокредитам для поощрения находящихся в стороне в настоящее время финансовых учреждений к вовлечению в деятельность по микрокредитованию; и

d) предоставление налоговых стимулов тем, кто занимается микрокредитованием, или третьим сторонам, выступающим для них источником капитала. Такие стимулы могут повысить затратноэффективность УМФ и укрепить их автономную жизнеспособность.

28. Эффективность этих инструментов в деле достижения общей цели поощрения развития инновационных предприятий определяют следующие факторы:

a) эффективные процедуры по оценке кредитов, снижающие коэффициент отношения операционных издержек к суммам займов;

b) четкое установление типов предприятий, которым будет оказываться поддержка, - вплоть до практических определений, которые будут использоваться местными сотрудниками кредитных отделов при оценке потенциальных кандидатов;

c) действие в непосредственной близости от тех мест, где формируются инновационные предприятия, таких как университеты и исследовательские учреждения;  
и

d) наличие конкретных деловых, аналитических или технологических знаний и навыков, связанных с оценкой осуществимости проектов и подготовкой планов для инновационных предприятий.

29. "Бизнес-ангелы" играют важнейшую роль в финансировании первоначального развития инновационных предприятий. "Бизнес-ангелы" - это лица, осуществляющие долевые инвестиции в перспективные предприятия. Для многих "ангелов" источником богатства выступает продажа предприятий, которые они основали и ввели в строй. Они могут выделять значительную часть первоначального и стартового капитала для финансирования предпринимательских инициатив, в том числе через синдицированные операции с участием нескольких "ангелов".

30. "Бизнес-ангелы" не только предоставляют капитал, но и:

a) содействуют предоставлению ценных стратегических, оперативных и рыночных консультаций на основе своего богатого делового и предпринимательского опыта; и

b) содействуют установлению контактов предпринимателя с такими важными субъектами, как клиенты и поставщики.

31. Потоки информации между "бизнес-ангелами" и предпринимателями являются непростыми. В последние годы для преодоления этой проблемы рыночной и информационной неэффективности, а также для предоставления более качественных услуг как отдельным "ангелам", так и предпринимателям сформировались сети "бизнес-ангелов" (СБА). СБА объединяют финансовые, интеллектуальные и информационные ресурсы групп "ангелов" для обеспечения их большей заметности для потенциальных предпринимателей, для привлечения более значительных потоков сделок и тем самым для тщательного отбора более качественных сделок, а также для применения более формальных процедур контроля и отбора инвестиционных проектов.

32. Ключевые услуги, предоставляемые СБА, включают в себя следующее:

a) поиск партнеров через организацию мероприятий по развитию сетевых связей или инвестиционных форумов;

b) практическое содействие в составлении бизнес-планов потенциальными предпринимателями;

c) подготовку участвующих инвесторов и предпринимателей;

d) синдицирование поддержки и создание совместных инвестиционных фондов;

и

e) установление контактов с другими источниками финансирования в случае совместных инвестиционных возможностей.

33. Осуществление инвестиций "бизнес-ангелами" зависит от ряда факторов, на которые могут оказывать влияние меры вмешательства на уровне политики.

a) *Потенциал доходности*: доходность частных инвестиций зависит от качества получающих инвестиционную поддержку предприятий, от наличия частного капитала для обеспечения дальнейшего роста в целях стимулирования крупномасштабного развития этих предприятий и от условий возможного выхода "бизнес-ангела" из своих инвестиционных проектов.

b) *Наличие высококачественных предпринимательских инициатив*: "бизнес-ангелов" может отпугивать ограниченное число сделок, отвечающих их инвестиционным критериям, а также низкое качество поступающих к ним инвестиционных предложений.

c) *Налоговые условия*: наличие полного или частичного освобождения от налогов с доходов, прироста капитала и дивидендов для частных инвестиций может обеспечить значительные стимулы для инвестирования средств в частные предприятия.

d) *Экономические условия*: на деятельность "ангелов" могут оказывать воздействие факторы экономического роста, процентных ставок и инфляции, которые приводят к повышению или снижению доходности альтернативных инвестиционных возможностей.

e) *Условия на фондовом рынке*: движение средств и ожидания на фондовом рынке могут влиять на объем ресурсов, имеющихся для частных инвестиций, а также на вмененные издержки таких инвестиций.

34. Стратегические инициативы, направленные на увеличение числа высококачественных инновационных предприятий, могут оказывать побочное воздействие на деятельность "бизнес-ангелов". Кроме того, существует целый ряд возможных инструментов политики, которые можно использовать для поощрения деятельности "бизнес-ангелов":

a) налоговые стимулы, включая налоговые скидки или вычеты из налогов и освобождение от налогов или отсрочку выплаты налогов на прирост капитала в случае инвестирования средств в конкретные категории компаний;

b) техническая или финансовая поддержка формирования и расширения СБА, особенно в регионах, где такие сети пока отсутствуют;

c) техническое или финансовое содействие подготовке "бизнес-ангелов" в автономном режиме или через СБА; и

d) инструменты привлечения финансовых средств, такие как совместные инвестиции с "бизнес-ангелами" или инвестиционные фонды "бизнес-ангелов" и выделение капитала инвестиционным фондам "бизнес-ангелов" на основе привлечения определенных сумм частного капитала.

35. Корпоративный венчурный капитал представляет собой долевые или аналогичные долевым инвестиции дочерних компаний нефинансовых корпораций в частные предпринимательские фирмы. По сравнению с традиционными инвесторами венчурного капитала корпоративные инвесторы венчурного капитала могут быть в меньшей степени озабочены финансовой доходностью и могут в большей степени ориентироваться на ту стратегическую ценность, которую данная предпринимательская фирма может в конечном итоге представлять для головной организации.

36. Уже созданные компании ведут поиск новаторских идей и новых возможностей в рамках своих стратегий сохранения конкурентоспособности. В целях их привлечения в качестве партнеров для финансирования и поддержки инновационных предприятий могут использоваться различные инструменты политики:

а) налоговые стимулы при осуществлении инвестиций в частные инновационные предприятия;

б) партнерство между государственным и частным секторами, подразумевающее финансовое участие; и

в) создание административных структур (подобных промышленным инкубаторам), содействующих коммерциализации новых идей.

37. Инструменты прямого воздействия могут способствовать повышению уровня осведомленности и расширению набора навыков потенциальных предпринимателей, базирующихся в учреждениях сферы НИОКР, а также обеспечивать их на ранних этапах важнейшими средствами для изучения практической осуществимости их идей. Инструменты косвенного воздействия могут поощрять и стимулировать привлечение других финансирующих субъектов, таких как учреждения по микрокредитованию, "бизнес-ангелы" и корпоративные фонды венчурного капитала, посредством повышения качества поступающей им информации либо предоставления им поддержки или стимулов, обеспечивающих экономическую жизнеспособность их инвестиций в инновационные предприятия.

### **III. РОСТ НА РАННИХ ЭТАПАХ**

38. После установления реальности коммерческого потенциала предприятия для его реализации требуются значительные финансовые и технологические ресурсы, а также управленческие и стратегические навыки. Это требует выделения специального капитала развития, сочетающего в себе финансовые ресурсы с управленческим надзором и

стратегическими знаниями, которые традиционные финансовые посредники обеспечить не в состоянии.

39. Финансирование по линии венчурного капитала (ВК) предполагает предоставление профессионально управляемого капитала перспективным предприятиям в обмен на долю участия в них с учетом возможности продажи этих долей через пять-семь лет с существенной надбавкой, после того как эти предприятия минуют определенные вехи в развитии и реализуют свой коммерческий потенциал.

40. В качестве источников капитала развития фирмы ВК выполняют важную посредническую функцию: они направляют средства институциональных инвесторов предприятиям, обладающим высоким потенциалом. Хотя институциональные инвесторы оказываются в выигрыше от диверсификации своих портфелей за счет инвестиций в частные инновационные предприятия, они не обладают необходимым экспертным опытом для отбора и оказания содействия в развитии таких предприятий.

41. Таким образом, для формирования развитой отрасли ВК требуются эффективно функционирующие каналы для движения средств от институциональных инвесторов к фирмам ВК, от фирм ВК к предприятиям, обладающим высоким потенциалом, и от них назад, к фирмам ВК и институциональным инвесторам. Любой сбой в этом цикле может подорвать жизнеспособность и устойчивость индустрии ВК.

42. Характеристики типичного частного фонда ВК включают в себя следующее:

а) *Структура.* Каждый фонд обычно организуется в качестве товарищества с ограниченной ответственностью (ТОО), в котором некоторые или все руководители фирмы ВК выступают в роли активных полных партнеров и обеспечивают небольшую часть (как правило, 1%) капитала фонда. Остальной капитал фонда обеспечивается институциональными инвесторами (например, пенсионными фондами, университетскими фондами, банками или страховыми компаниями) или состоятельными частными лицами и семейными трастами, выступающими в роли пассивных партнеров с ограниченной ответственностью.

б) *Срок действия.* ТОО имеют фиксированный срок действия, как правило 10-12 лет. Передача долей в капитале товарищества или досрочный выход из товарищества до истечения этого фиксированного срока запрещаются.

с) *Управление.* Полные партнеры принимают все решения об осуществлении или выводе инвестиций. Партнерам с ограниченной ответственностью запрещено активно участвовать в управлении фондом.

д) *Распределение.* ТОО допускают распределение средств в рамках структуры товарищества до уровня партнеров с ограниченной ответственностью и взимание налогов на уровне партнеров с ограниченной ответственностью. Конкретный налоговый режим ТОО варьируется в зависимости от стран.

е) *Вознаграждение.* Фирма ВК, как правило, получает ежегодные управленческие комиссионные в размере 2-2,5% от выделенного капитала в течение срока действия фонда и 20-25% от сумм, распределяемых среди партнеров, сверх минимума (номинальная сумма плюс установленная минимальная ставка доходности).

43. Управляющие ВК используют многоэтапный процесс для выбора инвестиционных возможностей. Они отслеживают прогресс и потенциал компаний в своих портфелях и обеспечивают поэтапное вливание капитала в увязке с достижением конкретных вех. И наконец, инвесторы ВК способствуют повышению стоимости компаний в своих портфелях, предоставляя стратегические и управленческие консультации, обеспечивая сетевые контакты и играя активную роль в процессе найма и повышения профессионального уровня управленческого звена компании.

44. Процесс финансирования за счет венчурного капитала по существу представляет собой цикл движения денежных средств: от институциональных инвесторов в фонды ВК, из фондов ВК в перспективные предпринимательские компании, от предпринимательских компаний назад в фонды ВК и из фондов ВК назад к институциональным инвесторам. Этот самоподкрепляющийся цикл состоит из четырех основных этапов: мобилизации средств, инвестирования, управления/добавления стоимости и выхода из проекта.

45. Каждый из этих этапов можно рассматривать в качестве своеобразного рычага политики, но для функционирования и обеспечения отдачи от процесса финансирования за счет ВК на ранних этапах необходимо обеспечить развитие и активность всех четырех этапов. Каждый рычаг необходимо адаптировать к конкретным потребностям фирм ВК, которые намечается привлечь.

46. Поскольку фирмы ВК не инвестируют свои собственные средства, мобилизация ресурсов представляет собой важнейший компонент цикла финансирования за счет ВК. Для внешних инвесторов выделение средств фирмам ВК имеет смысл только в той мере, в



какой доходность, обеспечиваемая фирмами ВК, превышает вмененные издержки инвесторов и в достаточной мере компенсирует им взятые на себя риски.

47. Существует целый ряд формальных вопросов налогообложения и регулирования, которые служат определяющими факторами того, является ли венчурный капитал подходящим для выделения активов и будут ли средства венчурного капитала выделяться предприятиям на ранних этапах. При осуществлении мер вмешательства в области финансирования компаний на раннем этапе следует учитывать последствия различных режимов налогообложения и регулирования.

48. Существование целевой или подходящей структуры для мобилизации капитала институциональных инвесторов имеет жизненно важное значение для избежания двойного налогообложения и отсрочки выполнения налоговых обязательств до фактической продажи ценных бумаг. Непосредственное влияние на доходы инвесторов могут оказывать такие налоговые правила, как освобождение от налогов постоянно действующих заведений (при котором средства международных инвесторов не облагаются местными налогами в стране) и налог на прирост капитала.

49. Конвертируемые привилегированные акции играют важную роль в примирении интересов инвесторов и управляющих и могут обеспечивать мощные стимулы при благоприятном режиме налогообложения. Возможность использования конвертируемых привилегированных акций в данной стране зависит от того, способна ли местная правовая система обеспечить их договорную защиту и применение налоговых правил, касающихся оценки стоимости конвертируемых ценных бумаг, и режим опционов на акции.

50. В отношении многих институциональных инвесторов, в особенности тех, которые имеют дело с публичными и регулируемыми фондами, действуют прямые количественные ограничения в случае вложения средств в "альтернативные" классы активов, такие как венчурный капитал (частное доленое финансирование). Кроме того, таким инвесторам необходимо обеспечивать соблюдение правил "безопасной гавани" и "благоразумия", которые определяют инвестиционные решения. На возможностях мобилизации средств для ВК могут сказываться меры государственного регулирования в этой области.

51. На решения об осуществлении инвестиций за счет ВК влияет целый ряд факторов:

а) Местные институциональные инвесторы могут не обладать достаточными знаниями об индустрии ВК, природе инвестирования средств за счет ВК и характеристиках доходности фондов ВК. Такие знания могут представляться

специализированными "диспетчерами", или инвестиционными консультантами, при поддержке государственных программ.

b) Степень обеспеченности местных фирм ВК навыками и социальным капиталом, имеющими важное значение для управления инновационными предприятиями, зависит от возможности карьерного продвижения из высокотехнологичных отраслей в фирмы ВК, а также от возможности перемещения управляющих ВК между фирмами и странами.

c) Институциональных инвесторов могут беспокоить перспективы развития фондов, которые только что созданы или находятся в ведении относительно неопытных управляющих. Наличие ключевых инвесторов (таких, как государственные учреждения) или формирование партнерств между государственным и частным секторами может послужить важнейшей аттестацией и нейтрализовать нацеленность инвесторов на уход от рисков.

d) Процесс мобилизации средств имеет естественные циклы взлетов и спадов, что порождает необходимость обеспечения последующего финансирования фирмами ВК компаний в их портфелях в периоды спадов в процессе мобилизации средств. Для нейтрализации этой неустойчивости можно принять государственные программы.

e) Инвесторы ВК стремятся к увеличению добавленной стоимости, когда они могут получить выигрыш от повышательных тенденций в их инвестиционной деятельности. Неспособность принять участие в последующих раундах финансирования из-за малых размеров фонда может привести к последующему размыванию доли участия в капитале и тем самым к снижению потенциала доходности. Для подкрепления доходов фирм ВК в рамках государственных программ можно использовать определенные инструменты.

52. В дополнение к фирмам ВК определенную роль в финансировании инновационных предприятий могут играть и такие более традиционные финансовые посредники, как банки. Однако новообразующиеся компании не имеют кредитной истории или материальных активов, а балансы движения их денежных средств являются отрицательными или неустойчивыми. Чтобы побудить этих ссудодателей к обеспечению поддержки роста инновационных предприятий на ранних этапах, необходимы специфические инструменты поддержки.

53. Использование государственных или частных финансовых инструментов можно обеспечить таким образом, чтобы улучшить параметры соотношения риска и доходности

для банковских кредиторов посредством применения различных форм повышения качества кредитов. В отсутствие механизма получения части выигрыша от повышения стоимости поддерживаемых предприятий эти инструменты защищают источники финансирования от потенциальных потерь.

54. Гарантии третьих сторон представляют собой внешнюю форму повышения качества кредитов, с помощью которой такие стороны (например, страховщики или государственные учреждения) обещают возместить инвесторам (ссудодателям) потери в пределах заранее установленной суммы, понесенные в результате невыполнения заемщиком кредитных или других платежных обязательств.

55. Гарантии устраняют или смягчают риски для кредитного учреждения, но они создают для предоставляющего их государственного учреждения проблемы, связанные с потенциальным неоптимальным отбором кандидатов и с риском безответственного поведения. Для того чтобы такие гарантии получала лишь группа определенных реципиентов, необходимо четко установить критерии их отбора. Действенные критерии отбора необходимы для обеспечения того, чтобы предприниматели прилагали самые активные усилия для организации и взращивания своего бизнеса и чтобы при этом оставался элемент риска.

56. Меры по повышению качества кредитов могут приниматься в партнерстве с частными учреждениями. Формированию или финансированию таких учреждений могут содействовать государственные организации. Государственные учреждения могут предоставлять встречные или совместные гарантии частным компаниям, действующим в качестве внешних гарантов.

57. Для обеспечения роста инновационных предприятий на ранних этапах требуются как достаточный капитал, так и необходимые управленческие навыки. Государственная политика может сыграть важную роль в стимулировании притока капитала для роста и развития инновационных предприятий посредством привлечения как фирм венчурного капитала, так и традиционных финансовых учреждений.

58. Фирмы венчурного капитала могут выполнять жизненно важную посредническую функцию в обеспечении притока капитала институциональных инвесторов в предприятия, обладающие высоким потенциалом. Однако масштабы, размах и качество их деятельности зависят от бесперебойного прохождения четырех этапов процесса финансирования за счет ВК: мобилизации средств, инвестирования, увеличения добавленной стоимости и выхода из проекта. Стратегические инициативы могут быть нацелены на устранение любых недостатков в этом цикле, но эффективность подобных

мер вмешательства в конечном итоге зависит от координации усилий в рамках всего этого цикла.

59. Три из этих этапов - мобилизация средств, инвестирование и выход из проекта - требуют благоприятных условий регулирования и налогообложения, наличия достаточной массы инновационных предприятий и публичных рынков капиталов, открытых для таких предприятий. Из этого следует, что усилия по развитию индустрии ВК должны составлять часть более всеобъемлющей инновационной политики.

#### **IV. ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ И ПУБЛИЧНЫЕ РЫНКИ КАПИТАЛА**

60. Эффективно функционирующие фондовые биржи имеют важное значение для развития инновационных компаний, поскольку они могут обеспечивать как новый капитал для их масштабного расширения и разработки новой продукции, так и возможности для инвесторов на стартовом этапе и этапе раннего роста в плане торговли их долями в капитале, материализации выигрыша (или потерь) в случае прироста (или снижения стоимости) капитала, а в конечном счете и в плане переориентации их капитала на новые инновационные возможности.

61. Те же самые проблемы, которые инновационные предприятия порождают для потенциальных инвесторов, ограничивают их пригодность и для традиционных фондовых бирж. Для удовлетворения потребностей молодых, динамично растущих предприятий необходимы более гибкие нормы регулирования и операции.

62. Фондовые рынки могут обеспечить ликвидность для частных инвесторов и уже сыграли важную роль в развитии отрасли ВК. Особую значимость для финансирования инноваций имеют два компонента деятельности фондовых бирж.

а) *Первоначальные публичные предложения (ППП)*. ППП представляют собой эмиссию новых акций до этого частной закрытой компанией, в результате чего она преобразуется в публичную компанию. ППП используются в качестве средства мобилизации капитала для роста или расширения компаний (молодых или ранее созданных), имеющих потребности в капитале, которые слишком велики или слишком дорогостоящи для их удовлетворения частными владельцами.

б) *Вторичный рынок*. Когда акции или облигации обращаются на рынке или перепродаются, эти операции совершаются на вторичном рынке. Для его должного функционирования требуется достаточная операционная ликвидность, т.е. наличие многих готовых и желающих участвовать покупателей и продавцов. Фондовая биржа

может сталкиваться с проблемой низкой ликвидности, если она не имеет достаточных масштабов или препятствует операциям институциональных инвесторов, в том числе иностранных.

63. Существует целый ряд общих областей регулирования, затрагивающих способность публичных рынков капитала той или иной страны удовлетворять потребности молодых, динамично растущих предприятий:

a) Требования к листингу, включая минимальную рыночную капитализацию, достаточный оборотный капитал в определенный период времени и т.п.

b) Компании, стремящиеся к включению в листинг публичной фондовой биржи, должны регистрироваться в соответствующей регулирующей комиссии и должны отвечать определенным требованиям к раскрытию информации и к соблюдению правовых норм.

c) На этапе ППП могут устанавливаться ограничения на торговлю некоторыми ценными бумагами в течение определенного периода времени, что снижает их привлекательность.

d) После включения в листинг фондовой биржи компании должны периодически предоставлять общественности информацию, касающуюся их операционных и финансовых результатов и перспектив развития.

e) На степень защиты инвесторов могут влиять действующий правовой режим и степень жесткости правоприменительной практики.

64. Появилось несколько фондовых бирж, обеспечивающих финансирование малых и средних предприятий, особенно ориентированных на инновации и рост. Их положение "младших бирж" связано с их аффилированным статусом при ведущих фондовых биржах и с тем, что они предусматривают нормы и правила, ориентированные на компании с высоким потенциалом.

65. Эти формирующиеся рынки для малых и средних компаний в своих стратегиях все активно переориентируются на международную/общеевропейскую деятельность в целях расширения своей инвесторской базы и повышения ликвидности. Кроме того, в условиях быстрой интернационализации рыночной деятельности, особенно для инновационных предприятий, и углубления экономической интеграции "домашний уклон" в пользу отечественных бирж начинает сходить на нет.

66. Существует целый ряд областей, в которых стратегические инициативы, связанные с поощрением развития инновационных предприятий, могут - на самостоятельной основе или в партнерстве с частными субъектами - обеспечить поддержку трансграничных стратегий выхода из первоначальных проектов:

а) облегчение обмена информацией и повышение степени осведомленности о возможностях рынков капиталов, обеспечиваемых "младшими биржами". Такие усилия могут быть ориентированы как на институциональных инвесторов (для повышения ликвидности), так и на потенциальных или действующих предпринимателей (для увеличения числа новых компаний, включенных в листинг); и

б) подготовка поставщиков вспомогательных услуг, таких как биржевые аналитики, консультанты и "инвестиционные диспетчеры", для накопления и распространения специализированных знаний о потребностях, мерах регулирования и возможностях для малых и средних предприятий.

67. Оптовые перепродажи предприятий, хотя они являются в среднем менее выгодными и менее заметными, представляют собой более часто встречающуюся форму выхода из проектов для "бизнес-ангелов" и фирм венчурного капитала. Для уже созданных компаний приобретения обеспечивают важную возможность для повышения конкурентоспособности и стратегического обновления. В свою очередь фактические возможности для приобретений зависят от способности выходящих из проектов фирм как выявить перспективные объекты приобретений, так и профинансировать такие приобретения.

68. Благоприятные условия для оптовых продаж предприятий определяют следующие факторы:

а) наличие определенной массы высококачественных инновационных предприятий, предлагающих товары или услуги, которые в принципе могут увеличить поступления существующих компаний;

б) наличие активно действующих и ориентированных на международный уровень инвестиционно-банковских и консалтинговых сообществ; и

с) наличие активно действующих фондовых рынков, особенно в большей мере ориентированных на потребности новых, инновационных, динамично растущих предприятий.

69. Публичные рынки капитала могут обеспечить замыкание инновационного процесса посредством содействия рециркуляции капитала и его передаче от одного поколения инновационных предприятий другому поколению. С учетом особых потребностей и характеристик инновационных предприятий в мире сформировался целый ряд специализированных "младших" фондовых бирж, облегчающих приток средств в такие предприятия.

70. В конечном итоге успех этих бирж зависит от их масштабов и ликвидности, которые в свою очередь определяются их способностью расширить географические границы, привлечь институциональных инвесторов и создать сеть специализированных поставщиков услуг.

71. Государственная политика может сыграть вспомогательную роль в этом процессе за счет содействия 1) увеличению размеров отечественных бирж благодаря привлечению иностранных инвесторов и предприятий и поощрению развития вспомогательной сети аналитиков, инвестиционных банкиров, консультантов и 2) обеспечению доступа отечественных предприятий на иностранные биржи посредством повышения степени их осведомленности о возможностях, предлагаемых этими биржами.

## **V. ОБЩИЕ ВЫВОДЫ**

72. Эффективная государственная политика поощрения становления, развития и финансирования инновационных предприятий требует глубокого понимания условий, в которых формируются и процветают инновационные предприятия, и факторов, помогающих им пройти через различные этапы развития. Каждая отдельная инициатива или инструмент составляют часть более общей картины - и комплексной основы, которую необходимо создать для определения эффективных мер вмешательства.

73. Для формирования и эффективного функционирования рынков для частного финансирования инновационных предприятий требуется синхронизированное обеспечение ряда условий: капитала, специализированных финансовых посредников и предпринимателей.

74. С учетом разных этапов развития инновационных предприятий действуют разные группы финансовых посредников, каждая из которых стремится к достижению своих целей, использует разные источники капитала и обслуживает разные классы предпринимателей:

a) посредники на этапе вызревания проектов, такие как инкубаторы, программы грантов или учреждения по микрокредитованию, должны охватывать максимально возможное количество потенциальных предпринимателей таким образом, чтобы можно было эффективно выявлять перспективные предпринимательские идеи;

b) посредники на стартовом этапе, такие как фонды первоначального капитала и "бизнес-ангелы", проводят перспективные предприятия через тернистый путь разработки продукции и первоначальной рыночной проверки для раскрытия мелкомасштабного коммерческого успеха;

c) посредники на этапах раннего роста и дальнейшего расширения, такие как фонды венчурного капитала, могут форсировать процесс роста посредством получения доступа к более значительным суммам капитала и их выделения новому предприятию, а также предоставления исключительно важных управленческих навыков и социального капитала такому предприятию.

75. На каждом этапе развития и для каждого финансового посредника существуют четыре смычки, обеспечивающие вовлечение всех трех компонентов (капитал, посредники и предприниматели) и их функционирование в рамках самоподпитывающегося циклического процесса. Для функционирования процесса финансирования и получения от него отдачи необходимо создать все четыре рычага и обеспечить их активность. Финансовым посредникам необходимо:

a) иметь доступ к достаточным суммам капитала (мобилизация средств);

b) обладать способностью предоставлять этот капитал перспективным предприятиям (инвестирование);

c) обеспечивать соответствующее повышение ценности этих предприятий для наращивания их потенциала в деле достижения успеха (создание добавленной стоимости);

d) обладать способностью изъять свои инвестиции и перераспределить свой капитал в пользу новой волны предприятий (выход из проектов).

76. Государственные программы могут использовать несколько различных общих способов распределения ресурсов и создания стимулов, которые в конечном итоге приводят к увеличению массы инновационных предприятий и к более значительной мобилизации частных средств для финансирования этих предприятий. Каждый из этих



инструментов нацелен на создание условий для вовлечения частных компаний в работу эффективно функционирующего рынка частного финансирования.

77. Вовлечение частного сектора в государственные инициативы по финансированию предприятий на раннем этапе имеет исключительно важное значение не только в качестве способа увеличения имеющихся ресурсов, но и с точки зрения обеспечения надлежащего профессионального опыта, на который можно опираться при управлении государственными схемами.

78. Стратегические инициативы должны быть эффективными и действенными, т.е. должно быть ясно, что в результате их реализации действительно формируются инновационные предприятия и что экономические и социальные выгоды, приносимые этими предприятиями, перевешивают издержки, связанные с осуществлением этих инициатив. Установление того, так ли обстоит дело в реальности, - нелегкая задача. Поэтому для обеспечения успеха программ необходимы как их взвешенная разработка, при которой предвосхищаются и устраняются возможные проблемы и конфликты интересов, так и тщательное отслеживание операций и результатов.

79. Некоторые из областей, которые необходимо особо учитывать при разработке и мониторинге программ, включают в себя следующее:

а) *Замещение частного финансирования.* Было бы предприятие способно получить финансирование в случае отсутствия государственной программы?

б) *Ориентация на правильную категорию получателей.* В случае вольного толкования отдельными субъектами понятие "инновационное предприятие" могло бы в принципе применяться в отношении широкой группы предприятий. Тщательно продуманные и выверенные практические определения имеют исключительно важное значение в качестве руководства для тех, кто принимает решения на местах, в деле поддержки желательной группы предприятий.

в) *Оценка успеха.* Успех может определяться множеством различных способов (выживание, рост, прибыльность, социальная отдача и т.д.) и оцениваться в преломлении к краткосрочной или долгосрочной перспективе. Применение единого критерия успеха имеет важное значение для сопоставления различных программ, но чрезмерный упор на одном конкретном показателе может также отвлекать внимание от других, более долгосрочных аспектов, в которых предприятие может принести пользу экономике и обществу.

80. Синергизм и взаимодополняемость различных программ заслуживают особого внимания, в частности в тех случаях, когда они осуществляются разными учреждениями. Комплекс инициатив, выдвигаемых той или иной страной, может быть эффективным только в той мере, в какой он нацелен на активизацию всех неактивных компонентов рынков частного финансирования. Для этого требуется координация политики на высоком уровне в таких областях, как регулирование, налогообложение, инновационная деятельность и финансирование на ранних этапах. Применение скоординированных подходов должно приводить к внедрению схем, которые опираются на ранее накопленный опыт или нацелены на подкрепление параллельных программ. Зачастую финансовое содействие оказывается более эффективным, если оно предоставляется вместе с услугами по поддержке бизнеса.

81. Обеспечению комплексного характера и координации может способствовать создание эффективных механизмов извлечения уроков из политики, которые могут использовать как местный опыт, так и опыт других стран. Для функционирования таких механизмов требуется глубокое понимание целей и результатов осуществления предыдущих мер стратегического вмешательства, что в свою очередь требует надлежащего и эффективного измерения и оценки результатов реализации программ.

-----