

# Предложения по созданию системы предоставления венчурного капитала инновационным предприятиям Республики Беларусь

*Краткая концептуальная записка, подготовленная в 2020 году, экспертами Стивен  
Лампкин и Антонио Фанелли*

*после консультаций с рабочей группой по развитию государственно-частных  
венчурных фондов для поддержки инновационных проектов в Республике Беларусь*

*Неофициальный перевод*

## Содержание

<b>Обзор .....</b>	<b>3</b>
<b>Варианты для венчурных фондов .....</b>	<b>6</b>
A. Модель переноса капитала (портаж) .....	7
B. Модели совместного инвестирования .....	9
C. Модель фонда фондов.....	12
<b>Следующие шаги .....</b>	<b>13</b>
<b>Резюме .....</b>	<b>14</b>

## Обзор

В данной работе рассмотрены варианты содействия реализации инвестиций в виде акций в инновационных предприятиях в Беларуси. Рассмотрены следующие варианты: модель "переноса капитала" (долевого участия), модель "совместного инвестирования" и модель "фонда фондов". Три выбранные модели имеют много общих элементов, но отличаются друг от друга с точки зрения их зависимости от конкретных договорных механизмов, инструментов финансирования и получения средств, а в некоторых случаях и механизмов выхода из инвестиционного процесса. Они также различаются с точки зрения общей сложности, при этом модель «фонда фондов» является относительно более сложной, чем две другие модели.

Каждая модель разработана с учетом того, что риски и рост молодой инновационной компании тесно связаны между собой. Предприятия на начальной и ранней стадии развития, как правило, требуют некоторого времени, прежде чем они выйдут на устойчивый (*m.e.* прибыльный) рост. Последнее обозначает, что для них необходим долгосрочный инвестиционный горизонт. Проблема еще заключается в том, что многие предприятия терпят неудачу в попытке коммерциализировать инновации, что приводит к потере средств, представленных инвесторами.

Отрицательные денежные потоки, непроверенные бизнес-модели и высокая неопределенность объясняют нежелание традиционных финансовых инвесторов поддерживать ранние этапы развития инновационных проектов. Часто возникает так называемая проблема «потерянных рынков», когда недостаток финансирования приводит к тому, что некоторым перспективным инновациям, связанным с молодыми начинающими компаниями, нет возможности коммерциализоваться.

Инновационные МСП часто работают в секторах, которые, как правило, рискованные и нестабильные (например, информационные технологии, бизнес-услуги, научные исследования), но могут получить большие прибыли в случае успеха. К числу преимуществ такого рода предприятий относятся повышение производительности и более высокие темпы создания рабочих мест по сравнению с другими секторами.

Большинство МСП в основном ориентируются на собственные средства. Они начинают с малого и остаются малыми. Среди МСП доля предприятий, которые действительно растут, довольно мала – где-то в среднем на уровне около 4% от всех микро-стартапов. Но эта крошечная подгруппа создает непропорционально большое количество новых рабочих мест. Фактически, быстрое увеличение числа очень успешных новых предприятий является одним из основных факторов роста совокупной занятости во многих странах. Экономический динамизм стран на различных уровнях развития в значительной степени зависит от этих результатов. Таким образом, какими бы ни были успехи каждой страны в финансировании МСП в целом, существует потребность в разнообразных механизмах финансирования для компаний, которые имеют высокие перспективы роста, но при этом сопряженных с очень высоким риском.

Учитывая важное значение инновационных предприятий для экономического роста, многие страны стремятся разработать и осуществить политику, направленную на поощрение предпринимательства и устранение барьеров на пути развития рынков рискованного капитала. Такая политика, как правило, существует наряду с гораздо более широкими усилиями по расширению доступа всех мелких предприятий к финансированию. Помимо мер финансовой помощи (т.е. кредитов, гарантий, участия в акционерном капитале и т.д.), более широкие рамки государственной поддержки сектора МСП также направлены на решение таких инфраструктурных вопросов, как бизнес-среда для МСП, а также укрепление потенциала МСП и содействие доступу к рынкам.

Три модели, представленные в настоящей работе, следует рассматривать в качестве дополнения к другим мерам. Обеспечение адекватного финансирования МСП требует широкого спектра финансовых продуктов и услуг, соответствующих индивидуальным особенностям предприятия. Каждый этап развития МСП требует своего собственного сочетания финансирования (таблица 1), при этом инвестиции на любом этапе жизненного цикла зависят от оценки потенциала компании для перехода к следующему этапу, а также от различных внешних факторов. К ним относятся факторы, которые могут поддерживать новаторскую деятельность путем поощрения частных лиц и учреждений к инвестированию или наоборот препятствовать ему, создавая антистимулы для предпринимательства и инвестирования рискованного капитала.

**Таблица 1. Механизмы финансирования инновационных МСП**

<b>СТАДИЯ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА ФИРМЫ</b>	<b>ИСТОЧНИКИ РИСКОВОГО КАПИТАЛА</b>	<b>ВСПОМОГАТЕЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ</b>
<b>Посев</b>	Личные активы Семья и друзья Индивидуальные инвесторы Академические и профессиональные коллеги Правительственные и университетские гранты Пожертвования и фонды Посевные фонды	Поддерживающая среда для предпринимательства Бизнес/правительство/Исследования Связи Правительство и университетская поддержка прикладных исследований
<b>Стартап</b>	Семья и друзья Индивидуальные инвесторы Академические и профессиональные коллеги Правительственные и университетские гранты Бизнес-ангелы Венчурный капитал Пожертвования и фонды	Устойчивая правовая система Обеспечение договоров Эффективный режим банкротства Система поддержки Технопарки/инкубаторы Благоприятная налоговая среда Сеть бизнес-ангелов

<b>Расширение</b>	Бизнес-ангелы Венчурный капитал / Частный капитал / Мезонинное финансирование Пенсионные фонды Пожертвования и фонды Корпоративный венчурный капитал Правительство Иностранный венчурный капитал	Институциональные сбережения Достаточный объем Гибкое регулирование Правовые рамки Налоговая прозрачность
<b>Выход</b>	IPO Институциональные инвесторы Розничные инвесторы Торговая продажа Стратегические инвесторы (M&A) Прямые инвестиции	"Рост" обменов / Среда второго уровня Среда для слияний и поглощений

Источник: ОЭСР

Из практики известно множество различных инструментов политики для поддержки инновационной деятельности. К числу наиболее распространенных мер относятся:

- гарантийные схемы долгового финансирования для стартапов и очень молодых предприятий
- доленое участие на ранней стадии для инновационных компаний с предполагаемыми высокими перспективами роста
- инновационные ваучеры
- гранты и субсидии
- налоговые стимулы.

Хотя многие меры касаются доступа к финансированию, важно отметить, что неспособность малых фирм найти подходящие источники финансирования, не обязательно означает, что альтернативы не существует. Бывает так, что владелец/менеджеры фирм, о которых идет речь, не знают, где искать альтернативные источники финансирования или не знают, как подготовить бизнес-план, который отвечает требованиям потенциальных кредиторов или инвесторов.

Как следствие, страны, успешно поддерживающие предоставление рискованного капитала инновационным предприятиям, придерживаются скоординированного подхода к этому вопросу. Например, в Соединенных Штатах, в дополнение к общим мерам поддержки, упомянутым выше, создана экосистема, включающая в себя стартапы, инкубаторы, ангелов-инвесторов и венчурные компании. Эта экосистема охватывает как спрос, так и предложение на рынке. Успех такого подхода, который был адаптирован в других юрисдикциях, является одним из признаков того, что можно разработать соответствующую основу, в которой могут быть выделены средства инновационным МСП по разумным ценам и с приемлемой для инвесторов нормой прибыли скорректированной с учетом риска.

Наличие комплексного подхода к поддержке рискованного капитала для инновационных компаний с ведущим учреждением для координации является хорошей практикой, которая находит свое отражение в предложениях, содержащихся в данном материале.

Различные учреждения могут участвовать в реализации программ поддержки рискованного капитала, но есть необходимость в ведущих агентствах для эффективного управления программой. При рассмотрении конкретных вариантов организации венчурных фондов в настоящей работе использовались практики ряда юрисдикций, включая Австралию, Израиль, Тунис и Великобританию.

## Варианты для венчурных фондов

Успех венчурного капитала на уровне фондов зависит от поиска возможностей для инвестиционных проектов с высоким потенциалом роста на целевом рынке (например, национальном, региональном или секторальном). Процесс венчурного финансирования работает лучше всего, когда неформальный рынок капитала генерирует большой поток компаний, стремящихся к расширению, и существуют варианты для успешного выхода из него. Важную роль в этом отношении может сыграть наличие акселераторов, инкубаторов и сетей бизнес-ангелов. Например, бизнес-ангелы служат менторами для предпринимателей, а так же в качестве источников рыночной информации, бизнес-консультаций и финансов. Их деятельность рассматривается как способствующая повышению конкурентоспособности и коммерческой жизнеспособности новых и быстрорастущих малых предприятий.

Ниже будут представлены три модели организации венчурного финансирования. Каждая из них ориентирована на извлечение выгоды из различных форм наращивания потенциала. Важно отметить, что для определения условий осуществления каждого из трех вариантов необходимо выработать предпосылки для определения направленности, размера и масштабов регулирования и необходимой степени общественной поддержки. В частности, проектные характеристики и параметры моделей фондов должны основываться на систематической оценке масштабов и особенностей спроса и предложения на рынке рискованного капитала в Республике Беларусь.

На этом фоне каждый обсуждаемый ниже вариант представлен наряду с другими инструментами политики, которые являются важным дополнением к схемам инвестиционных фондов. Такое сочетание инструментов необходимо для удовлетворения потребностей инновационного бизнеса на различных стадиях развития и с различными предпочтениями в отношении желаемого финансирования.

Все три предлагаемых варианта носят общий характер, что означает, что они способны решать задачи в любой отрасли или инновационной технологии. Выбор зависит от того, будут ли определены конкретные секторы. Еще одной переменной выбора является целевая группа предприятий. К типам малых предприятий, наиболее часто ориентированных на программы рискованного капитала, во всем мире относятся инновационные фирмы на начальном этапе развития, на этапе первого роста и расширения, такие как стартапы, университетские спин-оффы, а также малые молодые предприятия, стремящиеся к привлечению капитала для расширения. Однако точный характер целевой группы в разных странах варьируется в зависимости от местных предпочтений, поэтому представленные модели не исключают ориентацию на

конкретные целевые группы в Беларуси. Возможны несколько целевых показателей, а также конкретные технологии или секторы.

#### А. Модель переноса капитала (портаж)

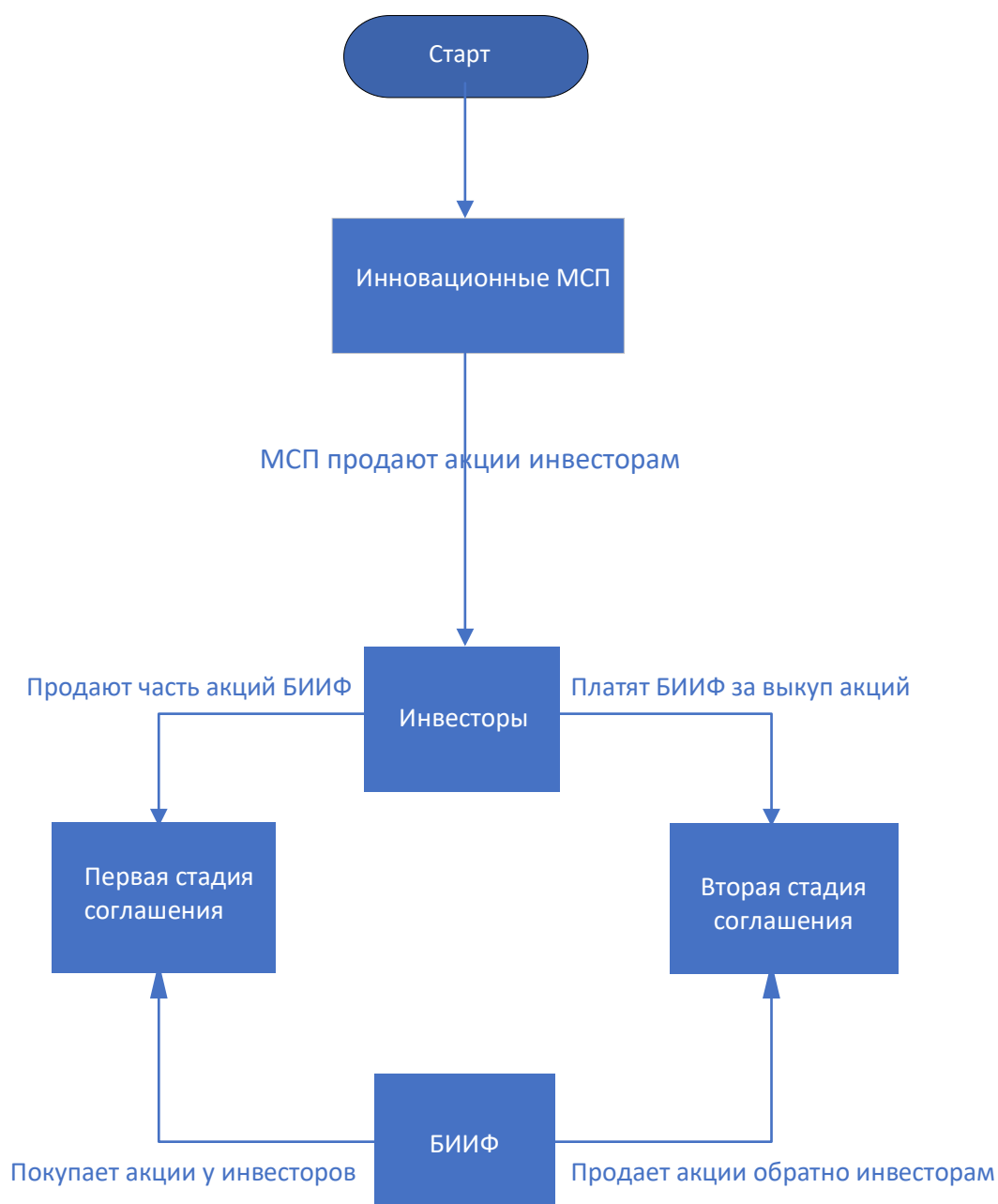
Рисунок 1 иллюстрирует основные компоненты модели переноса капитала или "портажа". Понятие "перенос" в некоторых отношениях аналогично договорам купли-продажи с обязательством обратного выкупа (сделка РЕПО), в которых участники продают ценные бумаги и одновременно заключают соглашение об их обратном выкупе через определенное время по заданной цене. Цена, как правило, включает в себя проценты по согласованному курсу. Соглашения о переносе капитала имеют многие из этих же характеристик, за исключением того, что основные ценные бумаги не являются инструментами денежного рынка или другими государственными банкнотами и облигациями с фиксированным доходом. Это обыкновенные акции или доли в частных компаниях.

Как и в практике с договорами РЕПО, приобретатель ценных бумаг по соглашению о переносе капитала имеет право на все льготы, начисленные на ценные бумаги в течение периода владения. В обмен на это приобретатель также несет все риски, связанные с собственным капиталом. Эта последняя особенность помогает объяснить полезность соглашений о долевом участии. Они могут быть использованы для передачи рисков, связанных с инвестициями на ранних стадиях инвестирования в акционерный капитал во время первоначальных этапов финансирования, которые обычно несут более высокий риск, поскольку, результаты деятельности инвестированных компаний все еще не проверены. В этой ситуации правительства могут использовать государственные средства для поощрения частных инвестиций в инновационные МСП, покрывая часть первоначальной потребности этих предприятий в капитале.

Вклад государственного сектора может быть внесен несколькими способами, например через специализированные учреждения. Представленная в данном проекте модель опирается на использование инвестиционного фонда, поддерживаемого населением. «Белорусский инновационный инвестиционный фонд» (БИИФ) будет полностью финансироваться за счет государственных средств и будет зарегистрирована в Беларуси в соответствии с внутренним законодательством. БИИФ будет приобретать миноритарные доли участия в инновационных компаниях. Инвестиции будут осуществляться только параллельно с инвестициями в акционерный капитал, сделанными в одни и те же компании квалифицированными инвесторами (отечественными или иностранными).

В отличие от контролируемого государством инвестиционного процесса, данный процесс будет управляться частными инвесторами, которые будут отвечать за большинство из указанных задач (например, юридическая, финансовая экспертиза и т.д.) и будут нести связанные с этим расходы. Учитывая эти требования, наиболее логичными являются бизнес-ангелы, венчурные компании или другие профессиональные управляющие фондами. Эти группы инвесторов будут иметь необходимые навыки для выполнения оценки и согласования условий эмиссии акций с владельцами целевых компаний.

Рисунок 1. Модель переноса акций (портэж).



В рамках этого процесса частные инвесторы заключают соглашение с БИИФ о продаже части новых акций, приобретенных фондом по цене эмиссии. БИИФ будет держать акции в течение заранее определенного (переносимого) периода и нести риски акционерного капитала. По истечении согласованного периода владения, БИИФ будет перепродавать соответствующие акции частным инвесторам по заранее определенной цене, определяемой согласованной переносимой годовой стоимостью. Частные инвесторы будут свободны выбирать, как обращаться с вновь приобретенными акциями, например, держать их до момента выхода или пытаться распорядиться ими заранее.



По сути, соглашения о переносе позволяют частным инвесторам конвертировать часть своего акционерного риска в кредит с фиксированной ставкой, тем самым высвобождая капитал в промежуточный период. Снижая риск, понесенный инвесторами частного сектора, соглашение призвано стимулировать больше инвесторов к участию в финансировании таких рискованных предприятий, что должно способствовать увеличению масштабов внутреннего рынка венчурного капитала.

#### В. Модели совместного инвестирования

Рисунки 2 и 3 иллюстрируют подход, основанный на совместном инвестировании. В настоящем контексте со-инвестирование предполагает совместные инвестиции в целевые компании со стороны представителей государственного и частного секторов. Как и в приведенной выше модели переноса, вклад государственного сектора может быть внесен несколькими способами: напрямую через специализированные учреждения или косвенно через государственный фонд, или в качестве со-финансируемого партнера с частными инвесторами в независимом венчурном фонде. Прямые инвестиции в целевые компании со стороны государственного сектора стали менее популярными в пользу механизмов, которые опираются на навыки профессиональных управляющих фондами.

В наши дни среди экономистов и многих политиков преобладает мнение, что роль государственной поддержки в создании фондов венчурного капитала заключается не в том, чтобы занять место частных инвесторов и управляющих фондами, а в том, чтобы предоставить первоначальные средства и задействовать ряд инструментов, которые будут стимулировать частные инвестиции. Путем совместного инвестирования с частными инвесторами в гибридный фонд, интересы правительства *де-факто* совпадают с интересами частных инвесторов и могут послать сигнал частным инвесторам о том, что фонд, о котором идет речь, будет работать с коммерческими целями и стратегиями, которые направлены на максимизацию прибыли.

##### *а) Государственно-частный фонд венчурного капитала*

Ярким примером является гибридный государственно-частный фонд, который создан государством, но управляется профессиональными управляющими частного фонда. Государственные инвестиционные фонды используются правительствами многих стран мира, чтобы заполнить дефицит финансирования на рынке рискованного капитала. Они сосредоточены на начальных и ранних стадиях развития, когда доходность в лучшем случае минимальна и даже отрицательная, а риски неудачи высоки. Многие инвестиции ориентированы на стартапы и молодые компании в таких областях, как нанотехнологии, биотехнологии и здравоохранение, и это лишь некоторые из них.

Идея государственных венчурных фондов заключается не в том, чтобы вытеснить частные источники рискованного капитала, а в том, чтобы работать на ранней стадии высокого риска, наряду с частными инвесторами. Общей целью правительства является помощь в том, чтобы начать предпринимательскую деятельность. С этой целью многие правительства используют ряд финансовых инструментов, включая гарантии и займы в дополнение к акционерному капиталу. Как правило, для достижения положительных

результатов необходимо наличие долгосрочных обязательств, при этом акционерный капитал должен быть использован правительством не для того, чтобы стать монопольным поставщиком или получить контроль над предприятием. Страх экспроприации приводит к нежеланию предпринимателей принимать государство в качестве инвестора.

Рисунок 2. Государственно-частный фонд венчурного капитала



Важно напомнить, что нехватка рискованного капитала на начальном этапе роста предприятия отражает высокую степень риска неудачи на этой ранней стадии. Существует много примеров того, как государственные средства растрачиваются на неудачные предприятия. Мандат, предоставляемый управляющим фондами, должна быть разработана таким образом, чтобы обеспечить надлежащие стимулы для достижения государственных целей при одновременном выполнении коммерческих целей и стратегий, направленных на максимизацию прибыли. Необходимо создать эффективную систему управления активами и рисками для поиска, оценки и управления возможностями. Фонд должен иметь длинный инвестиционный горизонт и избегать давления с целью его досрочного выхода.

На рисунке 3 показаны типичные компоненты государственно-частного фонда венчурного капитала.

*b) Совместное инвестирование в частный фонд венчурного капитала*

На рисунке 3 показан другой вариант совместного инвестирования. Вместо поддерживаемого правительством фонда капитала, эта модель предполагает участие правительства в качестве софинансируемого партнера в частном фонде. Этот вариант направлен на то, чтобы избежать опасений, которые могут возникнуть у предпринимателей, в связи с тем, что государство выступает в качестве крупного инвестора. Для этого, размер государственного вмешательства должен быть разумным, т.е. достаточно большим, чтобы оно имело значение, но не настолько большим, чтобы влияло на согласование стимулов и целей, приводящих к относительной недостаточной эффективности фирм, поддерживаемых венчурным капиталом. Общепринятое мнение заключается в том, что государственное соинвестирование не должно превышать 50% от общего объема инвестиций.

*Рисунок 3. Совместное инвестирование в частный фонд венчурного капитала*



В некоторых схемах доля государства ниже, чем у частных инвесторов, и большая часть «плюсов» от инвестиций передается частным инвесторам. Частные инвесторы часто имеют возможность приобретения государственных инвестиций по выгодной ставке. Эти схемы призваны привлечь частных институциональных инвесторов в качестве соинвесторов. Для заключения соглашения между компанией по управлению фондом, с одной стороны, и соответствующим государственным органом (например,

Белорусским инновационным инвестиционным фондом) и частными инвесторами, с другой стороны, которые становятся партнерами с ограниченной ответственностью в фонде венчурного капитала, заключаются соглашения о партнерстве с ограниченной ответственностью.

### С. Модель фонда фондов

На рисунке 4 показана модель фонда фондов. Она во многом похожа на модель совместного инвестирования, за одним крупным исключением. Вместо соинвестирования в отдельные компании, объект, созданный государственным сектором (Белорусский инновационный инвестиционный фонд) создает фонд для инвестирования в другие частные фонды венчурного капитала. Такими фондами могут быть существующие отечественные частные фонды венчурного капитала. Однако, на недостаточно развитых рынках рискованного капитала, новые фонды венчурного капитала, как правило, должны создаваться авторитетными компаниями, управляющими фондами. Этот шаг добавит некоторое время в процесс создания фонда.

Как и в модели переноса капитала, государственный сектор будет продолжать создавать БИИФ, за исключением того, что в этом случае БИИФ будет управлять фондом фондов и не будет осуществлять прямые инвестиции. БИИФ станет агентством-получателем государственных средств, предназначенных для содействия инвестициям в акционерный капитал малых предприятий с высоким инновационным потенциалом. Масштаб БИИФ будут частично определяться на основе надлежащей оценки спроса и предложения на рынке рискованного капитала в Беларуси.

БИИФ выступает в качестве получателя государственных средств и инвестирует их в частные фонды венчурного капитала через свой фонд фондов. Цель БИИФ заключается не в том, чтобы иметь монополию на предоставление акционерного финансирования инновационным компаниям, а в том, чтобы привлекать частные инвестиции. Необходимо создать диверсифицированный и конкурентоспособный сектор венчурных инвестиций, который предусматривает оказание поддержки нескольким венчурным фондам.

С этой целью БИИФ выбирает компанию по управлению частными венчурными фондами (например, путем проведения открытого конкурса). Предполагается, что в этом процессе должны участвовать иностранные управляющие компании. Победа в тендерах будет определяться на основе опыта и успеха управляющих компаний в венчурном инвестировании, их доступа к частным институциональным инвесторам, их бизнес-планов, а также их затрат и структуры гонораров. Соглашения о партнерстве с ограниченной ответственностью, подписанные между каждой компанией по управлению фондами и ведущим государственным учреждением.

После того, как все детали были рассмотрены, венчурные фонды могут начать делать инвестиции в отдельные компании. Вложенные суммы могут принимать форму собственного или квази-акционерного капитала (особенности долга и собственного капитала, такие как конвертируемые кредиты или долги), но не должны быть прямыми долговыми обязательствами.

Рисунок 4. Модель фонда фондов



### Следующие шаги

После выбора подходящего варианта ответственный государственный орган может предпринять следующие шаги:

- **Шаг 1.** Подготовка Концепции, которая будет представлена соответствующим органам (в данном случае ГКНТ) для первоначального утверждения. Концепция должна отражать консенсус, достигнутый среди членов Целевой группы.
- **Шаг 2.** После утверждения Концепции, ГКНТ должен подготовить подробное технико-экономическое обоснование, включающее в себя определение возможных изменений, необходимых с точки зрения законодательных актов и положений, финансовую и экономическую экспертизу проекта. Технико-экономическое обоснование должно проводиться квалифицированными и независимыми внешними консультантами и учитывать вклад технологических компаний и потенциальных инвесторов.
- **Шаг 4.** Рассмотрение и утверждение ГКНТ технико-экономического обоснования.
- **Шаг 5.** Запуск процесса для принятия необходимых законодательных и нормативных изменений. Параллельно, подготовка стандартов договорной документации.
- **Шаг 6.** Переговоры с возможными инвестиционными партнерами, управляющими фондами и операционными партнерами (технологические парки, инкубаторы и т.д.).
- **Шаг 7.** Подписание договорных соглашений и запуск объекта.
- **Шаг 8.** Создание операционного плана проекта.

## Резюме

В этой небольшой записке представлены три модели для государственных инвестиций в инновационные компании: i) договорное соглашение о приобретении акций у частных инвесторов на определенный срок с одновременной договоренностью об их обратной продаже по заранее определенной цене в будущем; ii) государственно-частный фонд венчурного капитала, который инвестирует на неэксклюзивной основе в инновационные компании; iii) государственное инвестирование в качестве партнера с ограниченной ответственностью в частный фонд венчурного капитала; и iv) создание государственного фонда фондов, который инвестирует в ряд частных фондов венчурного капитала.

Во всех четырех случаях Белорусский инновационный инвестиционный фонд преследует несколько операционных целей. В их число входят:

- Привлечение частного внешнего финансирования в дополнение к государственному и внутреннему финансированию предприятий
- Расширение механизмов поддержки рынка капитала для инновационных проектов
- Привлечение иностранных институциональных инвесторов
- Помощь в увеличении масштабов венчурного финансирования
- Создание диверсифицированного и конкурентоспособного отечественного сектора венчурного капитала.

Целевыми предприятиями должны быть малые и средние предприятия (в соответствии с местными определениями) на начальной стадии развития, на ранней стадии или на стадии расширения. Право может быть или не быть отраслевым, но ориентировано на потенциальные инновационные проекты с высокой стоимостью. Проекты могут включать разработку новых продуктов или технологий или расширение существующей деятельности для достижения коммерческого масштаба. Власти могут решить, ограничивать ли право компаний, зарегистрированных в Беларуси белорусскими собственниками, 2) компаниями, зарегистрированными в Беларуси, независимо от собственности, или 3) компаниям с проектами, направленными на развитие предпринимательской деятельности на территории Беларуси, независимо от того, где они зарегистрированы.