



**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
И СОЦИАЛЬНЫЙ СОВЕТ**

Distr.
GENERAL

ECE/CECI/2007/7
25 September 2007

RUSSIAN
Original: ENGLISH

ЕВРОПЕЙСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОМИССИЯ

КОМИТЕТ ПО ЭКОНОМИЧЕСКОМУ СОТРУДНИЧЕСТВУ И ИНТЕГРАЦИИ

Вторая сессия
Женева, 5-7 декабря 2007 года
Пункт 3 d) предварительной повестки дня

ХОД ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ПРОГРАММЫ

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

**ОБЗОР ПЕРЕДОВОЙ ПРАКТИКИ В ОБЛАСТИ ФИНАНСОВОГО
ПОСРЕДНИЧЕСТВА В ПОДДЕРЖКУ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И
ПРОЦЕССА РАЗВИТИЯ, ОСНОВАННОГО НА ЗНАНИЯХ**

Записка секретариата

Резюме

Программой работы Комитета по экономическому сотрудничеству и интеграции на 2006-2007 годы предусмотрена подготовка обзора передовой практики в области финансового посредничества в поддержку инновационной деятельности и процесса развития, основанного на знаниях. Настоящий документ основан главным образом на выводах сравнительного обзора практики финансового посредничества в поддержку процесса развития, основанного на знаниях, а также национальной практики, направленной на облегчение доступа предпринимателей-новаторов к внутренним и зарубежным источникам финансирования, и на материалах сети экспертов КЭСИ в этой области, включая итоги Совещания экспертов по финансированию в интересах инновационного развития, проходившего в Женеве 3-4 мая 2007 года.

В настоящем обзоре рассматриваются основания для вмешательства на уровне политики в целях преодоления проблем в области финансирования, с которыми сталкиваются инновационные предприятия. В нем определяется набор рамочных условий и конкретных мер политики, благоприятствующих поддержке финансирования инновационной деятельности и способствующих развитию специализированных финансовых посредников. В нем излагается ряд видов передовой практики на различных этапах цикла долевого финансирования, и это служит основой для определения возможных вариантов политики и рекомендаций, касающихся облегчения доступа инновационных предприятий к финансированию.

СОДЕРЖАНИЕ

	<i>Пункты</i>	<i>Стр.</i>
ВВЕДЕНИЕ	1 - 4	3
I. ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ	5 - 8	4
II. РЫЧАГИ ДОЛЕВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ НА РАННИХ ЭТАПАХ СТАНОВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ....	9 - 17	5
III. ПЕРЕДОВАЯ ПРАКТИКА В ОБЛАСТИ ДОЛЕВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ НА РАННИХ ЭТАПАХ	18 - 36	8
IV. МОБИЛИЗАЦИЯ СРЕДСТВ	37 - 57	12
V. ИНВЕСТИРОВАНИЕ	58 - 78	17
VI. СОЗДАНИЕ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ.....	79 - 86	22
VII. СВЕРТЫВАНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ	87 - 93	24
VIII. ОБЩИЕ ВЫВОДЫ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПОЛИТИКИ	94 - 98	26

ВВЕДЕНИЕ

1. В Программе работы Комитета по экономическому сотрудничеству и интеграции (КЭСИ) на 2007-2008 годы в приоритетной области "Содействие созданию благоприятных условий для эффективного финансового посредничества в интересах поддержки инновационного развития" предусматривается, что должны быть подготовлены следующие документы:

а) сравнительный обзор практики финансового посредничества в поддержку процесса развития, основанного на знаниях, а также национальной практики, направленной на облегчение доступа предпринимателей-новаторов к внутренним и зарубежным источникам финансирования; и

б) резюме передовой практики в области финансового посредничества в поддержку инновационной деятельности и процесса развития, основанного на знаниях.

2. Сравнительный обзор национальной политики и практики, подготовленный по согласованию с сетью экспертов КЭСИ и с заинтересованными сторонами, имеется на веб-сайте КЭСИ (<http://www.unecsc.org/cesi/>) и будет издан в качестве официальной публикации ЕЭК ООН под заглавием "Финансирование инновационного развития: сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования предприятий на ранних этапах".

3. Настоящий обзор-резюме основан на выводах сравнительного обзора и итогах совещания экспертов, проходившего в Женеве 3-4 мая 2007 года (ECE/CECI/FID/2007/2). Он сфокусирован на вопросах обеспечения финансирования на ранних этапах формирования инновационных предприятий, ориентированных на технологии, в целях определения возможных вариантов политики и рекомендаций, направленных на облегчение доступа этих предприятий к финансированию на ранних этапах.

4. Опыт стран ЕЭК ООН служит благодатной почвой для транснационального извлечения уроков с точки зрения политики. Разнообразие национальных экономических и институциональных условий и соответствующего опыта дает тем, кто занимается выработкой политики, ценные знания для дальнейшего повышения эффективности государственной политики при решении соответствующих принципиальных вопросов.

I. ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

5. Инновационным предприятиям недостает кредитной истории, весомых доказательств реальных достоинств их продукции или услуг, а также рыночного потенциала. Предприниматели находятся в уникальном положении для восприятия деловых возможностей и прогнозирования своего рыночного потенциала. Однако финансовые ресурсы, необходимые для реализации этих усилий, не доступны учредителям таких предприятий, которые нуждаются во внешней поддержке, причем инновационные предприятия обычно сталкиваются с серьезными проблемами в деле мобилизации финансовых средств за счет классических финансовых посредников.
6. Потенциальные инвесторы сталкиваются с затруднениями при проверке разумности предложений и проведении различий между высоко- и низкокачественными возможностями. Вследствие этого инвесторы либо устанавливают запретительно высокие ставки финансирования, либо полностью уходят с этого поля финансирования предприятий на ранних этапах. С учетом неосязаемого характера активов инновационного предприятия его стоимость базируется на долгосрочном потенциале роста, основанном на научных знаниях и интеллектуальной собственности. Это порождает неопределенность и непредсказуемость в деле генерирования поступлений денежных средств, что может сдерживать внешних инвесторов.
7. Для восполнения этой нехватки финансирования необходимо сформировать звено специализированных посредников в целях оказания финансовой поддержки инновационным предприятиям на наиболее непредсказуемых этапах их развития. Решающее значение для инновационной деятельности и развития, основанного на знаниях, имеет наличие неформальных индивидуальных инвесторов и формального финансирования на основе венчурного капитала, а также управленческих и технических навыков, которые они могут предложить.
8. Формирование и развитие инфраструктуры финансирования для поддержки инновационных мероприятий на ранних этапах является сложным процессом, зависящим от многих благоприятных условий и требующим эффективного распределения и рециркуляции капитала. Развитие национальной индустрии венчурного капитала нередко пользуется государственной поддержкой в качестве компонента общей инновационной политики. Адресные меры государственного вмешательства играют важную роль в формировании динамичной индустрии венчурного капитала.

II. РЫЧАГИ ДОЛЕВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ НА РАННИХ ЭТАПАХ СТАНОВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

9. Любая политика, нацеленная на развитие эффективной инфраструктуры финансирования инновационных предприятий, должна основываться на четком понимании мотивов основных частных субъектов в процессе финансирования предприятий на ранних этапах, а также "рычагов", влияющих на бесперебойность этого процесса. Бизнес-ангелы и венчурные инвестиционные фирмы играют центральную и взаимодополняющую посредническую роль в финансировании предприятий на ранних этапах, предоставляя капитал, экспертный опыт и обеспечивая легитимность тех начинаний, которые традиционные финансовые посредники считают сопряженными с чрезмерным риском. Если бизнес-ангелы инвестируют свои собственные деньги, то венчурным инвестиционным фирмам необходимо мобилизовать средства из других источников (таких, как институциональные инвесторы), что также сказывается на развитии данной индустрии.

10. Процесс финансирования на ранних этапах можно рассматривать как самоподкрепляющийся цикл, состоящий из четырех основных этапов:

- a) мобилизация средств
- b) инвестирование
- c) управление/создание добавленной стоимости
- d) свертывание финансирования.

11. Для обеспечения эффективности и самодостаточности бизнес-ангелов и фирм венчурного капитала (ВК) в их посреднических ролях они должны действовать в условиях, позволяющих им иметь доступ к средствам, инвестиционные возможности и возможности свертывания финансирования, которые в свою очередь позволяют им получать доходы, соизмеримые с тем риском, который они на себя принимают, а также перераспределять свой капитал на различных этапах этого цикла.

12. Для должного функционирования процесса финансирования предприятий на ранних этапах и недопущения возникновения возможных узких мест все четыре этапа должны быть хорошо подготовлены и активированы. В качестве предварительного стратегического шага следует провести "картирование" финансового ландшафта на предмет выявления областей для вмешательства. Существует определенная степень дублирования между различными инструментами, применяемыми на этих разных этапах, что следует иметь в виду при разработке мер вмешательства на уровне политики в интересах достижения максимального эффекта синергизма. Кроме того, поскольку

каждый из этих рычагов по-разному используется бизнес-ангелами и венчурными инвестиционными фирмами, их необходимо настроить с учетом специфики операций каждого из этих субъектов.

13. Этап мобилизации средств в рамках этого цикла связан с обеспечением доступности средств для выделения инновационным предприятиям специализированными финансовыми посредниками. Для бизнес-ангелов это значит преодоление факторов вмененных издержек, сопряженных с альтернативными способами выделения средств, посредством обеспечения привлекательности таких инвестиций. Для венчурных инвестиционных фирм это подразумевает наличие доступа к институциональным инвесторам с долгосрочной перспективой их использования в качестве источников финансирования и структурирования средств.

14. Этап инвестирования в рамках данного цикла включает в себя поток инвестиционных возможностей для бизнес-ангелов и венчурных инвестиционных фирм, а также наличие необходимых инвестиционных навыков для оценки этих возможностей и отбора проектов, подходящих для финансирования. Поток инвестиционных возможностей отражает условия инновационной деятельности в стране, ее предпринимательскую культуру, а также наличие инфраструктуры поддержки на ранних этапах (например, гранты для проведения технико-экономических обоснований, научные парки, инкубаторы), которые помогают обеспечить "инвестиционную готовность" к использованию таких возможностей. Навыки в деле оценки и отбора проектов являются результатом развития знаний и обмена знаниями на основе опыта.

15. Этап создания добавленной стоимости в рамках этого цикла связан с обеспечением наличия требуемых навыков для надзора, управления и развития инновационных предприятий посредством создания должных стимулов к рациональному управлению, предоставления стратегических и оперативных консультаций, обеспечения доступа к внешним управленческим, техническим и маркетинговым экспертным навыкам, а также установления контактов с потенциальными поставщиками и клиентами. Многие из этих навыков оттачиваются благодаря уже накопленному опыту инвесторов либо в качестве непосредственных инвесторов, либо в качестве субъектов, действующих на соответствующем рынке или в соответствующей отрасли.

16. Этап свертывания финансирования в рамках данного цикла связан с возможностью для инвесторов обратить добавленную стоимость в средства, которые могут быть выделены для финансирования инновационных предприятий следующей волны. Ключевое значение на данном этапе имеет наличие рынков капитала, открытых для

финансирования малых и молодых предприятий с высоким потенциалом роста. Еще одной формой такого свертывания являются приобретения предприятий существующими фирмами.

17. Обзор ландшафта долевого финансирования предприятий на ранних этапах в регионе ЕЭК ООН позволяет высветить важные различия между странами. Понимание этих различий может обеспечить платформу для обсуждения вопросов политики в отдельных странах.

a) Масштабы и интенсивность деятельности бизнес-ангелов при условии достаточного объема потенциальных сделок сильно зависят от налоговой и экономической среды в той или иной стране. Поэтому тем, кто занимается выработкой политики, необходимо выявить и снизить усматриваемые барьеры на пути инвестиционной деятельности бизнес-ангелов.

b) Отсутствие препон на уровне системы регулирования отнюдь не гарантирует достаточных инвестиций институциональных инвесторов в фонды венчурного капитала, поскольку это зависит также и от ожидаемых инвестиционных доходов. Индустрии венчурного капитала необходимо дать шанс для развития и созревания, чтобы продемонстрировать доказательства позитивных результатов деятельности.

c) Значительно разнятся отношение к предпринимательству и степень наличия финансирования и поддержки инновационных предприятий на ранних этапах. Эти факторы переплетаются с другими аспектами национальной экономической политики, такими как трудовое законодательство и налогообложение, которые влияют на количество высококачественных инновационных фирм и, следовательно, на спрос на инвестиции бизнес-ангелов и венчурного капитала. Стратегические усилия по развитию индустрии венчурного капитала (факторы предложения финансирования) должны подкрепляться инициативами по стимулированию предпринимательства (факторы спроса на финансирование).

d) Для качественного управления долевыми инвестициями крайне необходимы соответствующие деловые навыки. Хотя многие из этих навыков формируются на основе собственного опыта, эффект освоения этих навыков в масштабах индустрии, как правило, материализуются медленно. Для ускорения процесса освоения знаний в масштабах индустрии следует поощрять создание сетей и отраслевых ассоциаций, мобильность менеджеров ВК, взаимодействие с опытными фондами ВК и наем опытных менеджеров из самых разных отраслей.

е) Индустрия ВК в Европе в настоящее время сталкивается с проблемой фрагментации рынков венчурного капитала по линиям государственных границ. В результате этого трансграничные инвестиции ВК являются ограниченными и затрудняются различиями в национальных институционально-правовых основах функционирования сектора ВК. Для полной реализации потенциала фондов ВК в деле инвестирования в инновационные малые и средние предприятия (МСП) следует продолжить уже предпринимаемые стратегические усилия по уменьшению этой фрагментации.

ф) Исторически рынок НАСДАК в Соединенных Штатах обеспечивал наиболее надежный канал для свертывания инвестиций ВК и тем самым сообщил значительный импульс развитию индустрии ВК в Соединенных Штатах. Европейские сегменты фондовых рынков, рассчитанные на относительно молодые фирмы, также внесли позитивный вклад в расширение возможностей для свертывания венчурных инвестиций. Альтернативный инвестиционный рынок в Соединенном Королевстве превратился в достаточно доступную платформу, в том числе для неевропейских компаний. Снижение бремени регулирования и уменьшение фрагментации по линиям государственных границ могут также помочь другим биржам сформироваться в качестве привлекательных рынков капитала для малых, инновационных, динамично растущих фирм.

III. ПЕРЕДОВАЯ ПРАКТИКА В ОБЛАСТИ ДОЛЕВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ НА РАННИХ ЭТАПАХ

18. Цикл долевого финансирования взаимосвязан с рядом важных аспектов институциональной и инновационной среды той или иной страны и является чувствительным к государственной политике, которая влияет на институциональные инвестиции, рынки капитала, инновационную деятельность и предпринимательство. Правительства сыграли ключевую роль в развитии секторов ВК либо опосредованно, путем воздействия на условия, которые влияют на цикл долевого финансирования, либо напрямую, через предоставление капитала и стимулов инновационным фирмам, бизнес-ангелам и фондам ВК.

19. Правительства сыграли важную роль в стимулировании становления или развития секторов ВК, в частности, в Германии, Дании, Израиле, Ирландии, Норвегии, Соединенном Королевстве и Соединенных Штатах. Уже в последнее время эффективные стратегические инициативы по развитию финансирования на ранних этапах были реализованы в Казахстане и Российской Федерации.

20. Страны имеют разную экономическую и инновационную историю, разные условия и институты, поддерживающие цикл инновационного финансирования, а также разные характер и последовательность мер по устранению недостатков в этом цикле.

Возможность передачи национального опыта не может восприниматься как данность и должна тщательно продумываться. С другой стороны, межстрановые сопоставления могут послужить более глубокому осмыслению значения рамочных условий и установлению причинно-следственных связей между инструментами и результатами.

21. Оценка или использование опыта отдельных стран требует достаточно глубокого понимания контекста, в котором он был накоплен, в частности набора инициатив, предшествовавших этому, а также степени развития каждого из компонентов цикла долевого финансирования в той или иной конкретной стране.

22. Выявление и осмысление передовой практики затрудняется отсутствием комплексного мониторинга и официальных оценок осуществленных программ. Отдача от той или иной конкретной программы нередко оценивается только по сумме выделенного капитала или по числу предприятий, получивших поддержку. Проведение более тщательного мониторинга и оценки программ следует возвести в ранг приоритетной задачи политики, с тем чтобы обеспечить возможности для получения знаний о разработке и осуществлении программ.

23. Меры вмешательства на уровне политики в области финансирования предприятий на ранних этапах можно классифицировать в зависимости от следующих критериев:

- a) цель и сфокусированность;
- b) методы осуществления;
- c) комплексность; и
- d) устойчивость.

24. Стратегические схемы значительно варьируются в зависимости от их сфокусированности. Хотя большинство программ направлены на поддержку инновационных предприятий, могут существовать дополнительные ограничения, касающиеся размеров, уровня развития, сектора, происхождения (например, предприятия, отпочковывающиеся от университетов и других государственных научно-исследовательских учреждений) и географического положения получающих содействие предприятий.

25. Конкретность цели и сфокусированности каждой инициативы имеет важные последствия для ее реализации и, в конечном счете, эффективности. Важно выбирать именно те предприятия, которые сталкиваются с проблемами в деле доступа к финансированию, с тем чтобы избегать выделения средств фирмам, не имеющим таких проблем. В программах необходимо учитывать также способы удовлетворения будущих потребностей в финансировании выбранных компаний после этапа первоначальной поддержки, включая вероятность мобилизации частных ресурсов.

26. Государственные программы могут выделять ресурсы либо непосредственно выбранным компаниям через находящиеся в государственном ведении инвестиционные фонды или грантовые учреждения, либо опосредованно, через специально отобранных посредников, таких, как частных лица (бизнес-ангелы), фонды венчурного капитала (включая фонды стартового капитала), инкубаторы и бюро по передаче технологий. Выбор посредника, как правило, зависит от конкретной направленности программы.

27. Одна из форм привлечения посредников основана на финансировании их учреждения и первоначального капитала с помощью кредитов, грантов на развитие предпринимательской деятельности или долевого (акционерного) финансирования. В некоторых случаях финансирование фондов венчурного капитала требует параллельного участия частных инвесторов. Между странами и программами имеются большие различия с точки зрения выделяемых сумм государственного финансирования, а также параллельно выделяемых частных средств. Еще одна форма привлечения посредников связана с предоставлением долговых или долевыми гарантий частным инвесторам, а также налоговых стимулов отдельным лицам, корпоративным или институциональным инвесторам в случае осуществления ими инвестиций в конкретные категории предприятий.

28. Один из важнейших вопросов, который необходимо иметь в виду в связи со способами реализации каждой программы, касается того, оставляет ли правительство за собой прерогативу принятия решений о финансировании или же оно делегирует такие полномочия частным операторам. Если решения о финансировании принимаются правительством, то внимание должно уделяться последствиям этого шага с точки зрения возможного наложения политических интересов и эффективности бюрократического выбора между использованием централизованного единого учреждения и задействованием многочисленных местных учреждений.

29. Хотя центральные учреждения в некоторых условиях могут иметь более высокую сопротивляемость политическому влиянию, осуществление программ на региональном уровне является более подходящим для преодоления информационных проблем,

связанных с принятием инвестиционных решений. Региональный аспект имеет решающее значение для разработки государственных программ поддержки, особенно в крупных странах. На очень ранних этапах цикла финансирования крайне желательной является близость инвесторов (частных и государственных) к получающим содействие компаниям.

30. При разработке политики высокоприоритетное значение необходимо придавать обеспечению эффекта синергизма и взаимодополняемости между программами. Эффективность комплекса инициатив той или иной страны зависит от того, были ли должным образом продуманы все этапы цикла долевого финансирования. Для восполнения существующих пробелов в цикле долевого финансирования можно использовать меры регулирования, налогообложения, инновационные решения и политику финансирования предприятий на ранних этапах.

31. Между странами имеются значительные различия с точки зрения комплексности и координации различных программ в стране, а также чувствительности правительств к меняющимся потребностям рынка финансирования предприятий на ранних этапах. В некоторых странах (например, в Израиле, Соединенном Королевстве, Соединенных Штатах и Финляндии) обеспечивается постоянная подпитка опытом предыдущих программ, а новые программы разрабатываются с прицелом на устранение недостатков их предшественниц. Способность учиться на опыте прошлого и постоянно отслеживать и оценивать воздействие той или иной программы на рынок должна считаться неотъемлемой частью процесса разработки эффективных мер вмешательства на уровне политики.

32. Опыт отдельных стран показывает, что они применяют некомплексные подходы к выделению государственных ресурсов (как правило, через гранты) без учета тех условий, в которых предприятие-получатель будет действовать до и после получения гранта. Напротив, в рамках скоординированных подходов предусматривается серия схем, причем каждая из них основывается на опыте предыдущих схем или нацелена на дополнение параллельных схем при удовлетворении нужд новых участников или расширении поддержки уже существующих.

33. В Европе Соединенное Королевство является ярким примером страны, применяющей скоординированный подход, при котором усилия по стимулированию инвестиций бизнес-ангелов и университетской предпринимательской деятельности подкрепляются инициативами по поощрению создания фондов венчурного капитала, ориентированных на различные сектора, регионы и этапы финансирования. Аналогичным образом, Дания, Ирландия, Норвегия, Финляндия, Франция и Швеция являют собой примеры стран, в которых широкомасштабная государственная венчурная инвестиционная деятельность дополняется поддержкой деятельности на этапе стартового

финансирования и работы инкубаторов. Недавно была принята португальская программа ФИНИСИЯ, ориентированная на создание региональных платформ с университетами, инкубаторами, местными партнерами и официальными и неформальными инвесторами ВК.

34. Там, где национальные программы нацелены на содействие формированию национального рынка ВК, их успех зависит от их способности привлекать частное финансирование. Экономическая жизнеспособность мелких фондов стартового капитала долгое время ставилась под сомнение, поскольку имеется деликатный баланс между размерами фонда и практической способностью осуществлять инвестиции на стартовом или ранних этапах. Создание более крупных фондов сопряжено с риском переноса ими акцента на финансирование этапов расширения предприятий; формирование более мелких фондов связано с риском их неустойчивости.

35. Многие спонсируемые государствами фондовые программы решают проблему размера и устойчивости посредством параллельного финансирования с частным капиталом, а также создания соответствующей структуры компенсации, например установления лимита доходности государственных фондов, когда доходы сверх этого уровня поступают менеджерам ВК. Такой подход расширяет возможности фонда в деле выделения дальнейшего финансирования и увеличивает потенциальную отдачу для менеджеров ВК от инвестиций, осуществляемых на начальных этапах. Кроме того, он позволяет установить связь между фондом и институциональными инвесторами, которые могут служить базой для будущей мобилизации средств.

36. Устойчивость также имеет региональное измерение, поскольку многие из программ финансирования МСП имеют явную региональную сфокусированность. Одно лишь выделение государством долевого финансирования не способно решить такие проблемы, как, например, уровень местного предпринимательского опыта, качество интеллектуальной собственности и роль местных университетов в процессе развития. Для решения этих проблем могут потребоваться комплексные меры вмешательства.

IV. МОБИЛИЗАЦИЯ СРЕДСТВ

37. Можно рассмотреть виды передовой практики в преломлении к различным аспектам этапа мобилизации средств в рамках венчурного инвестиционного цикла, таким, как расширение доступности рискованного капитала, улучшение взаимосвязей между частными поставщиками средств и фирмами ВК и обеспечение стимулов для инвестирования менеджерами ВК средств в инновационные фирмы на ранних этапах, а также выявление и отбор ими коммерчески жизнеспособных фирм, обладающих высоким потенциалом.

38. Выделение государственных средств для венчурной инвестиционной деятельности является одним из наиболее распространенных видов практики, нацеленных на расширение доступности рискованного капитала. Здесь имеются два основных подхода:

- a) фонды, находящиеся в государственном управлении; и
- b) фонды, находящиеся в частном управлении.

39. В ряде стран (Дания, Испания, Канада, Норвегия, Португалия, Финляндия и Швеция) средства передаются специальным учреждениям, которые, как правило, аффилированы с институтами, поощряющими бизнес или промышленное развитие, с предоставлением им мандата на выделение инвестиций новым, малым или инновационным предприятиям. Фонды, находящиеся в государственном управлении, могут служить важным первоначальным источником капитала, позволяющим накапливать инвестиционные знания и экспертный опыт, которые могут постепенно передаваться частному сектору. Особенно важное значение могут иметь фонды, которые четко ориентированы на стартовые, высокорисковые проекты.

40. Вместе с тем следует принимать особые меры предосторожности, создавая надлежащую систему стимулов и устраняя политическое влияние на деятельность фондов, находящихся в государственном управлении. Оценки таких государственных программ показали, что инвестиции, осуществляемые по линии этих программ, как правило, являются менее рискованными и ориентированы на более сформировавшиеся компании.

41. По мере становления рыночных механизмов государственные фонды оптимальнее всего используются для подкрепления и поддержки таких механизмов. В этой связи программы с участием фондов, находящиеся в государственном управлении, переориентировались на более активное вовлечение частных инвестиционных менеджеров либо путем смещения акцента на ассигнование фондовых средств на фонды, находящиеся в частном управлении (Дания, Канада, Норвегия и Финляндия), либо посредством прямой приватизации (Швеция).

42. По мере роста значимости фондов, находящихся в частном управлении, и сокращения масштабов государственной венчурной инвестиционной деятельности скандинавские страны переориентировали свое непосредственное участие в финансировании на зарождающиеся, новообразующиеся предприятия посредством формирования программ инкубаторов или фондов стартового капитала. Такого рода программы могут рассматриваться как дополняющие существующие рыночные механизмы посредством наращивания операционного потока фирм, имеющих "инвестиционную готовность".

43. Еще один подход к предоставлению государственных средств для инвестиционной деятельности венчурного капитала заключается в привлечении частных инвестиционных менеджеров и параллельной мобилизации дополнительных частных средств. При типичном сценарии правительство (или представляющее его ведомство) действует в качестве опорного инвестора, выделяющего определенную долю капитала фонда. Этот подход в настоящее время широко используется в ряде стран: в Германии, Дании, Израиле, Ирландии, Канаде, Соединенном Королевстве, Соединенных Штатах, Финляндии, Франции, а в последнее время также в Казахстане, Латвии, Российской Федерации и в Европейском инвестиционном фонде. Государственные инвестиции включают в себя как непосредственное доленое финансирование, так и субординированные займы.

44. Основная логика, лежащая в основе использования фондов, находящихся в частном управлении, заключается в том, что профессиональные менеджеры ВК прямо заинтересованы в выявлении и поддержке коммерчески успешных предприятий. В случае тщательного отбора фондов, которым будет оказываться поддержка (на основе конкурсных торгов или детальной оценки заявок), участие правительства играет важную легитимизирующую роль в налаживании взаимоотношений между фирмами ВК и институциональными инвесторами.

45. Кроме того, в рамках таких государственных программ все более пристальное внимание уделяется обеспечению того, чтобы баланс "риски-доходность" для менеджеров ВК являлся подходящим для выделения инвестиций на ранних этапах и поощрения менеджеров к оптимистичной оценке инвестиционных проектов (т.е. к признанию их перспективности). Как показал опыт Германии, Израиля и Нидерландов, усиленный акцент на защите от рисков (посредством прямых гарантий или рефинансирования инвестиций с помощью субординированных займов) является контрпродуктивным.

46. Опыт осуществления программы инвестиционных компаний для малого бизнеса (ИКМБ) в Соединенных Штатах свидетельствует о важном значении структурированных стимулов для поощрения инвестиций на ранних этапах. В самом начале осуществления этой программы необходимость обслуживания займов, предоставлявшихся Управлением по делам малого бизнеса (УМБ) участвующим в ней инвестиционным компаниям, делала непрактичным для этих компаний инвестирование средств в предприятия, которые были не способны сразу обеспечить генерирование поступлений. Переход от займов к участию через привилегированные ценные бумаги с отсрочкой первоначальных процентных выплат в обмен на последующее участие в прибылях привел к значительной переориентации на финансирование стартовых инвестиций.

47. Программа "Йоцма" в Израиле является еще одним примером использования структурированных стимулов для фондов ВК: каждый фонд имеет опцион на приобретение государственных долей в течение пяти лет с момента создания фонда. Аналогичным образом, программы, принятые в последнее время в Соединенном Королевстве (фонды капитала для предприятий), Латвии (через Латвийское гарантийное агентство) и Российской Федерации (Российская венчурная компания), устанавливают лимит на доходы по государственной доле, а все превышающие этот лимит доходы поступают инвестиционным менеджерам или членам товариществ с ограниченной ответственностью. Такого рода схемы обеспечивают ассиметричное распределение доходов от успешных инвестиций и делают их более сообразными с более высоким риском при инвестировании средств на ранних этапах.

48. Для улучшения доступности рискованного капитала используются и налоговые стимулы различных типов и с различными целевыми установками. Ряд стран предлагают налоговые стимулы лицам, инвестирующим средства в частные предприятия. Такого рода схемы могут быть также ориентированы на источники финансирования на этапе до появления бизнес-ангелов, прежде всего на самих учредителей либо их друзей или родственников. Некоторые программы прямо ориентируются на существующие компании, инвестирующие средства в инновационные МСП. Определенные налоговые стимулы рассчитаны на поощрение частных лиц к инвестированию средств в фонды венчурного капитала.

49. Обзор стратегических инициатив в области мобилизации средств указывает на то, что в качестве основополагающего принципа участие правительств должно быть ориентировано на дополнение и поддержку, а не на вытеснение рыночных механизмов в деле выделения капитала для инновационных предприятий при одновременном стимулировании развития местной формальной и неформальной индустрии венчурного капитала.

50. В качестве одного из базисных условий национальные нормы, регулирующие инвестиции пенсионных фондов, страховых компаний и других институциональных инвесторов в фонды венчурного капитала, и налоговый режим инвестиционных механизмов необходимо привести в соответствие с нормами в странах, имеющих развитые рынки ВК. Некоторые из норм, которые, возможно, потребуется пересмотреть, включают в себя количественные ограничения на вложение средств в "альтернативные" классы активов, а также правила "безопасной гавани" и "благоразумия", лежащие в основе инвестиционных решений.

51. Там, где местный институциональный капитал является недостаточным или неподходящим, усилия на уровне политики должны быть нацелены на создание условий, привлекательных для капитала иностранных институциональных инвесторов. Такие условия включают в себя согласование местных налоговых и нормативных режимов с режимами в тех странах, которые ведут конкурентную борьбу за иностранный институциональный капитал.

52. Некоторые страны создали специализированные фондовые структуры для мобилизации венчурного капитала. При этом следует принимать меры для обеспечения того, чтобы эти структуры сохраняли наиболее эффективные характеристики, присущие, например, товариществам с ограниченной ответственностью: фиксированные сроки, непосредственное распределение поступлений между членами товарищества, отсрочка налоговых обязательств до продажи ценных бумаг и минимальное вмешательство членом товарищества с ограниченной ответственностью. В тех странах, где такие специализированные структуры отсутствуют, разработчики политики могут рассмотреть вопрос об их создании.

53. В рамках государственных инициатив по поощрению венчурных инвестиций необходимо уделять пристальное внимание созданию должных стимулов для отбора и развития частными инвестиционными менеджерами высокодинамичных, коммерчески жизнеспособных предприятий:

а) просто защита от рисков не создает подобных стимулов;

б) обеспечение ассиметричного распределения доходов от успешных инвестиций (с помощью опционов на покупку государственной доли или лимитирования доходов, перечисляемых правительству) обеспечивает такие стимулы, улучшая баланс "риски-доходность" в случае инновационных предприятий; и

с) четкая сфокусированность программы позволяет легче создать должные стимулы.

54. Налоговые стимулы, включая скидки с налогов, списание убытков и освобождение от налога на прирост стоимости капитала, как правило, являются эффективными в деле поощрения индивидуальных и корпоративных инвестиций в частные предприятия. Однако фискальные нормы должны быть предельно однозначными в деле обеспечения того, что получающие такие льготы предприятия являются именно теми, для которых предназначены эти схемы, и что инвестиции не были бы произведены в отсутствие фискальных льгот.

55. Даже если условия регулирования благоприятствуют мобилизации средств ВК, местные институциональные инвесторы могут держаться в стороне из-за недостаточного знания особенностей индустрии ВК. Помочь в решении этих проблем могут программы разъяснительной работы среди менеджеров институциональных фондов и налаживания взаимоотношений с местным сектором ВК. Содействие формированию звена специализированных инвестиционных консультантов может дать дополнительное основание для признания венчурного капитала в качестве класса институциональных инвестиций.

56. В тех случаях, когда институциональные инвесторы открыты для инвестирования средств в фонды ВК, но не имеют достаточной информации о конкретных фондах, правительства могут выступать в роли опорных инвесторов, обеспечивая необходимую сертификацию менеджеров фондов. Агентства, выполняющие функции информационных служб по финансовым посредникам при участии государственных органов, могут распространять ключевые данные, облегчая принятие инвестиционных решений.

57. Для сглаживания сбоев в циклах ВК в периоды снижения активности в деле мобилизации средств ВК могут вводиться в действие государственные зонтичные фондовые программы. Это обеспечит способность существующих фирм ВК мобилизовывать дополнительные средства для дальнейшего финансирования компаний, включенных в их портфель, а также поможет им завоевать определенную деловую репутацию, которая сыграет свою роль на следующем этапе мобилизации частных средств.

V. ИНВЕСТИРОВАНИЕ

58. Передовая практика на этапе инвестирования связана со следующими областями вмешательства:

- a) улучшение предпринимательского климата;
- b) увеличение массы предприятий, имеющих инвестиционную готовность;
- c) улучшение потока информации между предпринимателями и инвесторами; и
- d) обеспечение инвесторских гарантий.

59. Могут приниматься программы для содействия инвестиционному процессу путем поощрения создания новых предприятий, в частности основанных на коммерциализации научных знаний, генерируемых в государственных

исследовательских учреждениях, и тем самым увеличения массы предприятий, имеющих "инвестиционную готовность" для частных инвесторов и профессиональных венчурных инвестиционных фирм.

60. В числе наиболее известных инициатив в этой области можно назвать программы по изучению инновационной деятельности малого бизнеса (СБИР) и по передаче технологии в сфере малого бизнеса (СТТР) в Соединенных Штатах, которые предоставляют на ранних этапах гранты для исследований и разработок (НИОКР) малым технологическим компаниям. По линии этих программ выделяются крайне необходимые средства для проведения технико-экономических обоснований (этап I) и для разработок прототипов продукции (этап II), в результате чего предприятия "выпускаются на волю", имея значительный потенциал для коммерциализации, способный привлечь частный капитал.

61. Помимо поэтапного характера финансирования эффективность этих программ обусловлена децентрализованной структурой принятия решений, распределенной между 11 федеральными агентствами и активно поддерживаемой бюро по передаче технологий в отдельных исследовательских учреждениях. Бюро по передаче технологий не только уведомляют исследователей о существовании грантов на НИОКР, но и работают с потенциальными предпринимателями в интересах развития и оценки их идей, а также подготовки их заявок на гранты.

62. В Европе относительно централизованные функции по предоставлению консультаций и стартового финансирования в виде грантов или займов технологически ориентированным предпринимателям в интересах обеспечения лучшей подготовленности и большей привлекательности предприятий-получателей для потенциальных частных инвесторов выполняет ряд программ. Примеры подобных программ можно найти в Австрии (программы стартового финансирования и "ЛИЗА"), Бельгии (Фламандский инновационный фонд), Финляндии (программы "ТУЛИ", "ТЕКЕС" и стартовый фонд "Вера"), Германии (Фонд стартового финансирования высокотехнологичных проектов), Нидерландах (программа "ТехноСтартер"), Российской Федерации (программа "СТАРТ") и Испании (программа для новых технологичных фирм).

63. Сети бизнес-ангелов играют важную роль в установлении связей между предпринимателями и частными инвесторами и поэтому также могут получить выгоды от государственного содействия. В целях преодоления проблем с дефицитом информации и повышения степени инвестиционной готовности разработчики политики могли бы также предусмотреть программы, содействующие организации презентационных форумов и инвестиционных переговоров в интересах поиска предприятиями источников первоначального финансирования и частных инвесторов, такие как рыночная площадка

(ИНТРО), действующая в рамках программы предстартового финансирования в Финляндии. Еще одним примером является Центр инновационной деятельности и развития предприятий в Испании (Каталония), который функционирует в качестве "одного окна" для проведения технико-экономических обоснований, финансирования и разработки проектов.

64. Многие страны имеют программы, предоставляющие определенные гарантии в целях облегчения доступа МСП к банковскому кредитованию. Для усиления отдачи эти программы необходимо четко фокусировать на инновационные предприятия. Одна из старейших программ такого рода - Схема гарантирования займов малых фирм в Соединенном Королевстве - примечательна тем, что в конце 2005 года она переключила свое внимание на новообразующиеся предприятия. Подобный подход используется также в новой программе ФИНИСИЯ в Португалии.

65. В рамках некоторых гарантийных схем, предлагающих долевыми гарантии при определенных лимитах, внимание фокусируется непосредственно на инновационных предприятиях. Подобные программы существуют в Австрии, Франции ("Озео-Гаранти"), Италии (Гарантийный фонд для МСП в сфере цифровых технологий) и Португалии (программа для новых технологичных компаний). В той мере, в какой они охватывают новообразующиеся инновационные компании, эти программы напоминают специальные гранты на проведение технико-экономических обоснований, но они действуют при дополнительном надзоре со стороны частных инвесторов, получающих гарантии.

66. Из обзора опыта стран ЕЭК ООН в этой области можно сделать ряд выводов с точки зрения политики:

а) масса инновационных предприятий зависит от наличия хорошо устоявшейся предпринимательской культуры и информированности, прежде всего в образовательных и исследовательских учреждениях;

б) гранты являются важным и потенциально эффективным источником финансирования технико-экономических обоснований и разработок продукции. Поэтапное распределение грантов можно использовать в качестве эффективного средства для хотя бы частичного преодоления неопределенности, имманентно связанной с коммерциализацией научных знаний, и для обеспечения выделения большего объема средств на проекты с более значительными перспективами коммерциализации. Децентрализация и активное подключение исследовательских учреждений к процессу предоставления грантов позволяют повысить информированность о таких программах и эффективность принятия решений; и

с) вопросу о наличии инвестиционных навыков у местных частных инвесторов уделяется ограниченное внимание. Поэтому имеются широкие возможности для содействия развитию навыков и передаче знаний из регионов, имеющих более развитую инфраструктуру для финансирования инновационной деятельности на ранних этапах.

67. Образование играет важную роль в поощрении предпринимательства. Правительства могли бы рассмотреть возможность введения преподавания курсов по дисциплинам, связанным с предпринимательством, не только в высших учебных заведениях, но и в системе среднего образования, а также в учреждениях, занимающихся повышением квалификации.

68. В образовательных программах можно также предусмотреть изучение специфики процесса венчурного финансирования. Повышение осведомленности потенциальных предпринимателей о различных вариантах финансирования, а также углубление понимания ими того, на что обращают внимание частные инвесторы и как они принимают решения, дают возможность увеличить спрос на частный капитал. В эти усилия следует вовлекать отраслевые органы, такие, как сети бизнес-ангелов и ассоциации венчурного капитала.

69. Там, где в фокусе внимания находится предпринимательство в технологической сфере, правительства могут содействовать созданию или укреплению бюро по передаче технологии или других учреждений, сближающих научный и деловой миры. Подобные агентства можно создавать при крупнейших исследовательских учреждениях, и они должны стремиться научить преподавательский состав и исследователей выявлению предпринимательских возможностей и развитию их коммерческого потенциала.

70. Правительства призваны также играть роль в облегчении обмена информацией между всеми соответствующими заинтересованными сторонами в целях улучшения информационных потоков для выявления потенциальных инновационных возможностей.

71. Программы инкубаторов и стартового капитала представляют собой важные источники первоначального капитала и эффективные каналы для подготовки фирм, обладающих высоким потенциалом, к работе с профессиональными инвесторами, такими, как бизнес-ангелы и фирмы ВК. Там, где такие программы отсутствуют, правительства могли бы рассмотреть возможность их внедрения.

72. Для того чтобы частные инвесторы с доверием относились к участию правительств, государственные программы финансирования стартового капитала должны иметь элементы, которые делают процесс венчурного инвестирования эффективным: тщательный отбор, стимулы, мониторинг, поэтапное финансирование, стратегическую и управленческую поддержку.

73. Финансирование, предоставляемое по линии программ поддержки на ранних этапах, должно быть поэтапным для обеспечения более эффективного выделения капитала и должно продолжаться предоставляться предприятиям, демонстрирующим растущую перспективность. На первоначальном этапе должны выделяться небольшие гранты для проведения технико-экономического обоснования и рыночного анализа. На втором этапе, когда предприятия подают заявки после успешного завершения первого этапа, выделяются более крупные средства для разработки продукции и первоначального маркетинга. По завершении этого этапа предприятия будут хорошо подготовлены к крупномасштабной коммерциализации и должны быть способны привлекать частный капитал на этапе расширения.

74. Важным компонентом эффективности программ является надзор за получателями финансирования и их поддержка. С этой целью учреждения должны не только иметь надлежащий экспертный опыт в сфере бизнеса, но и придерживаться подхода, основанного на стратегической гибкости, и быть готовыми корректировать стратегию или схемы действий на рынке, поскольку предприятие действует в условиях неопределенности.

75. Частные неформальные инвесторы имеют исключительно важное значение на самом первом этапе становления инновационных предприятий, когда такие соображения, как затраты на получение информации и размер предприятия, делают их непривлекательными для венчурных капиталистов формального сектора. Поэтому решающее значение в цикле долевого финансирования имеют содействие инвестированию средств бизнес-ангелами и поддержка формирования сетей бизнес-ангелов. Страны с наиболее развитыми рынками бизнес-ангелов предлагают налоговые льготы бизнес-ангелам и другим частными инвесторам. Подобные налоговые стимулы могут предусматриваться не только для увеличения инвестиций неформального сектора, но и для поощрения инвесторов к ориентации на долгосрочную перспективу и к превращению в "серийных инвесторов".

76. Для повышения осведомленности инвесторов о состоянии рынка и увеличения их финансового потенциала можно предусмотреть формальную подготовку неформальных инвесторов по вопросам, связанным с процессом частного финансирования, а также с текущими тенденциями на рынках и в сфере технологии. Это может включать в себя

секторальную подготовку в некоторых конкретных отраслях. Правительства могут сотрудничать с образовательными учреждениями и отраслевыми ассоциациями для проведения такой подготовки новых или потенциальных бизнес-ангелов или менеджеров ВК.

77. Еще один способ расширения обмена знаниями в той или иной отрасли связан с формальным и неформальным сотрудничеством с более опытными иностранными фирмами ВК. Подобное сотрудничество можно сделать одним из предварительных условия для получения государственного финансирования, как это делается в программе "Йоцма" в Израиле.

78. Для дальнейшего облегчения поиска источников для операций следует наладить взаимодействие между технологическим и инновационным сообществом (включая инкубаторы и фонды стартового капитала), бизнес-ангелами и сектором ВК. В основе такого взаимодействия должны лежать обмен информацией о соответствующих технологиях или рынках, обмен опытом, а также предоставление информации по перспективным инвестиционным сделкам.

VI. СОЗДАНИЕ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ

79. Тем, кто занимается выработкой политики, необходимо уделять особое внимание этапу создания добавленной стоимости в рамках процесса финансирования инновационной деятельности для обеспечения эффективного управления новообразующимися инновационными предприятиями. Нередкое игнорирование этого вопроса служит отражением мнения о том, что уже существуют надлежащие рыночные механизмы для распределения и оценки необходимых навыков. Однако часто это бывает совсем не так.

80. В ходе одной из первых оценок программы ИКМБ в Соединенных Штатах был сделан вывод о том, что спонсируемые фонды не способны привлечь инвестиционных менеджеров высокого калибра. В некоторых странах кадры, способные обеспечить создание добавленной стоимости, могут быть в дефиците. В подобных случаях необходимо содействовать освоению и передаче знаний в интересах местных инвесторов.

81. Конфигурация фондов венчурного капитала, находящихся в частном управлении, оказывает влияние на привлечение и отбор квалифицированных инвестиционных менеджеров. При условии достаточно развитой частной конкуренции тендерный процесс позволяет должным образом оценить экспертные знания инвестора. Преференциальное распределение доходов, накапливаемых по государственной доле, обеспечивает

материальные стимулы, которые могут привлечь квалифицированных менеджеров. Примерами применения такого подхода являются программы в Израиле ("Йоцма"), Российской Федерации (Российская венчурная компания) и в Соединенном Королевстве (фонды капитала для предприятий).

82. Хотя программы, нацеленные на содействие обучению местных венчурных инвесторов отсутствуют, подходы двух стран, а именно Израиля и Российской Федерации, к разработке их фондовых программ примечательны тем, что они прямо ставят цель активного использования международного экспертного опыта венчурных капиталистов. В Израиле каждый фонд "Йоцма" должен привлекать к работе одно авторитетное международное финансовое учреждение и одно отечественное учреждение. В Российской Федерации учрежденная недавно Российская венчурная компания заручилась услугами экспертов по разработке политики из Израиля и Финляндии.

83. В этой области можно сделать два главных вывода с точки зрения политики:

а) предполагается, что инвесторы, занимающиеся финансированием инновационных предприятий на ранних этапах, должны предоставлять не только финансирование, но и управленческие и технические экспертные знания. Наличие необходимых навыков и доступ к ним для управления такими предприятиями и их развития являются важным компонентом инфраструктуры финансирования. Освоение знаний и обмен ими - это главные механизмы приобретения экспертных знаний для стран и регионов, в которых они отсутствуют.

б) Материальные стимулы в виде долевых опционов являются важным инструментом, с помощью которого новообразующиеся инновационные предприятия привлекают и удерживают квалифицированных менеджеров и увязывают собственные интересы с интересами первоначальных инвесторов.

84. Государственные органы могли бы содействовать использованию договорных механизмов и формированию структур компаний, которые обеспечивают способность венчурных инвесторов формального и неформального секторов осуществлять мониторинг и передавать свои экспертные знания инновационным компаниям, создавая правильные стимулы. Это касается и тех случаев, когда государственные органы выступают в роли соинвесторов.

85. Способность фондов ВК обеспечивать дальнейшее финансирование компаний, успешно преодолевающих главные вехи в своем развитии и нуждающихся в капитале для дальнейшего развития и расширения, представляет собой важный компонент добавленной

стоимости. Государственные программы, финансирующие небольшие стартовые фонды, должны учитывать необходимость дальнейшего финансирования компаний, которые они поддерживают. Во избежание возникновения узких мест в процессе финансирования необходимо навести мосты между различными инвесторами (государственными органами, бизнес-ангелами, венчурными капиталистами). Следует поощрять синергизм таких инструментов, как "побочное финансирование", при котором бизнес-ангелы осуществляют инвестиции наряду с фондом венчурного капитала.

86. Эффективная сеть поддержки на уровне профессиональных услуг, настроенная на потребности молодых, инновационных или техноинтенсивных предприятий, имеет важнейшее значение для способности фирм ВК к созданию добавленной стоимости, и в своих управленческих решениях они могут опираться на эту внешнюю экспертную базу. По мере роста индустрии ВК появляется все больше таких сетей. Доступ к таким службам на ранних этапах развития индустрии ВК может оказаться решающим фактором успеха первых фондов ВК и должен также учитываться при разработке стратегических инициатив.

VII. СВЕРТЫВАНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ

87. Помимо инициатив, в которых внимание заостряется на изменениях в системе регулирования фондовых бирж, существует немного программ, непосредственно ориентированных на повышение эффективности этапа свертывания в процессе финансирования инновационной деятельности.

88. Одним из примеров схем, облегчающих свертывание долевого финансирования, является программа "компаний пулов капитала" (КПК) в Канаде. Эта программа допускает формирование "компании пула капитала" с нулевыми активами, кроме небольшой суммы стартового капитала, которая регистрируется на венчурной бирже Торонтской фондовой биржи для мобилизации дополнительного капитала. Затем КПК изыскивает инвестиционные возможности в сфере растущего бизнеса и использует мобилизованные средства для приобретения бизнеса в рамках "сделки с оговоренными условиями". После этого акции КПК продолжают обращаться на бирже на регулярной основе.

89. Специальные правила и положения о листинге на фондовых рынках, адаптированные к специфическим потребностям малых, растущих компаний, являются важными инструментами расширения доступа таких компаний к капиталу для роста и

улучшения возможностей свертывания внешнего финансирования для поддерживающих их частных инвесторов. Фондовые рынки должны приветствовать новый листинг малых и динамично растущих компаний и обеспечивать ликвидность на вторичных рынках.

90. Существующие фондовые рынки или специально созданные альтернативные инвестиционные рынки должны проявлять бóльшую благосклонность к малым, динамично растущим компаниям, например снижая уровень своих требований к листингу и раскрытию информации, уменьшая минимальные периоды владения ценными бумагами и требования о выделении гарантийных сумм в случае нового листинга, а также предоставляя услуги по подготовке к листингу.

91. Устанавливая более гибкие положения, следует в то же время учитывать те последствия, которые снижение уровня требований к листингу может повлечь для доверия инвесторов. Альтернативным или дополняющим подходом является содействие формированию сообщества аналитиков для технологических компаний, как в случае "инвест Б икс" в Соединенном Королевстве, которое проводит независимые исследования, порой лежащие в основу решений инвесторов.

92. В тех случаях, когда механизм первоначальных публичных предложений акций не является реальным вариантом свертывания венчурного финансирования из-за слаборазвитости местных рынков капитала или отсутствия доступа к иностранным рынкам, другим способом расширения возможностей для свертывания финансирования местными инвесторами является совершенствование инфраструктуры для приобретений, особенно со стороны иностранных покупателей. Такие меры могут включать в себя налоговые стимулы, упорядоченные положения, регулирующие приобретения на национальном уровне, или формирование сетей на высоком уровне, а также поощрение деятельности ведущих отечественных секторов.

93. Как и в случае этапа создания добавленной стоимости, усилия на уровне политики должны быть нацелены на формирование сети поддержки в лице профессиональных экспертов, которые понимают и должным образом доводят информацию о балансе "риски-доходность" таких компаний до классических инвесторов, с тем чтобы существующие или специально создаваемые фондовые рынки могли эффективно действовать, обеспечивая капитал для малых, растущих компаний.

VIII. ОБЩИЕ ВЫВОДЫ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПОЛИТИКИ

94. В любых принципиальных рекомендациях, ориентированных на улучшение условий для финансирования инновационных предприятий на ранних этапах и, в более конкретном плане, на развитие местной формальной и неформальной индустрии ВК (бизнес-ангелов), должны учитываться фундаментальные проблемы, сопряженные с формированием рынков для частного финансирования, и более общие пределы или потенциальные проблемы, связанные с государственным вмешательством.

95. Для развития рынков финансирования инновационной предпринимательской деятельности требуются капитал, специализированные финансовые посредники и предприниматели. Вместе с тем ни один из этих элементов не появится в отсутствие двух других. Поэтому конкретные рекомендации не следует осуществлять без должного учета взаимодополняющих элементов цикла частного финансирования. Принятию стратегических инициатив должна предшествовать оценка потенциального ландшафта венчурного капитала страны, позволяющая выявить как условия, благоприятствующие формированию индустрии ВК, так и области, в которых нужно параллельно вести работу в целях улучшения ситуации.

96. Государственные программы, предусматривающие финансирование частных предприятий, подвержены политическому и бюрократическому влиянию, которое может отрицательно сказываться на разумных деловых решениях. Влияние бюрократии проявляется в тех случаях, когда руководители программ стремятся заявить о своих заслугах в достижении таких позитивных результатов программы, которые были бы получены и без вмешательства государственного сектора. Примером такой ситуации является поддержка фирм, которые не нуждаются в финансировании, но имеют больше шансов на успех, и потому их включение в программу обеспечивает демонстрацию положительных результатов.

97. Помимо конкретных рекомендаций, касающихся различных этапов цикла долевого финансирования, имеется еще и ряд общих выводов с точки зрения политики, которые можно сделать на основе обзора опыта стран в регионе ЕЭК ООН:

а) цели политики, связанные с финансированием инновационной деятельности, должны быть реалистичными и должны учитывать превалирующие местные условия применительно к четырем этапам цикла финансирования инновационной деятельности, а также связи между различными факторами спроса и предложения. Необходимо прилагать усилия для сбора надежных данных, подкрепляющих эффективную и продуманную политику;

b) цели политики должны быть конкретными с точки зрения типов предприятий, которые будут получать поддержку: инновационные, новые, растущие, успешные и т.д. Каждый тип предприятий имеет разные перспективы в плане привлечения частных инвесторов;

c) извлечение уроков из опыта других стран и, следовательно, из осуществления программ, доказавших свою эффективность в этих странах, требует понимания последствий прошлых действий и исторического наследия для инновационного потенциала и развития рынков. Улучшение мониторинга и формальная оценка программ облегчат обмен опытом;

d) государственные программы дают оптимальные результаты в тех случаях, когда они дополняют и подкрепляют рыночные механизмы, связанные с финансированием инновационной деятельности. Наилучшая позиция правительств - определять параметры, в пределах которых принимают решения частные инвесторы (посредством создания надлежащих стимулов), а не принимать решения самим; и

e) решения о прямом инвестировании должны приниматься правительствами в децентрализованном порядке, с привлечением учреждений, близких к компаниям - получателям средств, и предпочтительно с охватом проектов на первоначальных стадиях их разработки. Выделение ресурсов должно осуществляться поэтапно и увязываться с достижением конкретных результатов.

98. Формирование динамичного сектора венчурного капитала требует наличия широкого спектра подкрепляющих условий, в частности связанных с общей экономической, налоговой и нормативно-правовой средой, инновационным потенциалом экономики, предпринимательской культурой и режимом интеллектуальной собственности. Политика, ориентированная на финансирование предпринимательства, должна основываться на знании этих дополнительных факторов влияния. Эти дополнительные вопросы охватываются другими приоритетными областями Программы работы КЭСИ.