

**Венчурное финансирование
через конструкцию закрытых ПИФов.
Государственно -
частное партнерство**



Венчурное инвестирование в западной терминологии появилось в начале 1950-х гг. и было связано с очередным этапом научно-технической революции, поэтому сегодня венчурные инвестиции часто связывают с развитием и внедрением технологий. На высокотехнологических рынках, обладающих большой волатильностью, можно получить значительную доходность. Причем чем более ранняя стадия развития компании, тем выше вероятность получения большей доходности. И хотя при венчурном стартовом инвестировании предполагаются довольно высокие риски, тем не менее это будет компенсироваться потенциально неограниченной доходностью.

Механизмы привлечения финансирования в венчурные проекты

На первый взгляд, механизмы привлечения венчурного финансирования достаточно разнообразны. К наиболее привычным из них можно отнести прямое участие в формировании уставных капиталов, размещение, в том числе публичное, дополнительных выпусков акций, привлечение средств путем выпуска облигационных займов, получение кредитов и иные формы заимствований.

Как правило, использование указанных механизмов выявляет наличие высоких организационных, технических и финансовых издержек. При этом нередко владельцы корпоративных активов вынуждены перестраивать организационную либо владельческую структуру собственного бизнеса. Получение заемных средств также недоступно для венчурных проектов из-за отсутствия необходимого для этого обеспечения.

Рынок коллективных инвестиций предлагает два эффективных механизма привлечения дополнительного финансирования в венчурные проекты: это закрытые ПИФы (ЗПИФы) прямых инвестиций и ПИФы особо рискованных (венчурных) инвестиций. Данные категории фондов схожи: имеют одинаковые функции и практически единый инструментарий; компании могут привлечь прямые инвестиции на начальной стадии развития; в свою очередь венчурное инвестирование может быть прямым. По сути, большинство фондов прямых инвестиций, работающих в России, предлагают венчурные инвестиции.

Несмотря на это, венчурный ПИФ специально законодательно сориентирован под венчурное инвестирование. Этот тип фондов специализируется на создании бизнеса «с нуля»

путем аккумуляции средств и инвестирования их на долгосрочной основе в реальные проекты с потенциально высокой доходностью.

Условия формирования и деятельности венчурного фонда отвечают принципу реализации высокорисковых проектов с привлечением венчурного финансирования. «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» закрепляет довольно широкий перечень инструментов, капитальных и долговых, доступных для размещения активов венчурного ПИФа. В отличие от него, ПИФ прямых инвестиций несколько ограничен в возможностях при размещении своих активов.

Как было уже отмечено, в отличие от фондов прямых инвестиций, капитал которых может быть помещен лишь в капитал АО, к допустимым активам ПИФов венчурных инвестиций относятся также доли участия в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью, их облигации и векселя. При этом установлен лимит вексельных и облигационных заимствований: на всех заемщиков — в размере 30% от суммы активов фонда, на каждого — 10%. Одновременно с этим стимулируется поэтапное увеличение доли участия инвестора в уставном капитале и заимствованиях венчурной компании: минимум 10% активов фонда — по итогам первого года, 20% — по итогам второго года, 30% — через 3 года с момента завершения формирования венчурного ПИФа.

В отношении венчурного фонда отсутствует ограничение, предусмотренное для фондов прямых инвестиций, касающееся недопустимости участия в учреждении компании — получателя инвестиций и первичном размещении ее акций. Это вынуждает ПИФ прямых инвестиций постоянно выкупать дополнительные выпуски акций, чтобы обеспечить текущее финансирование компании и приобретение контрольного пакета в уставном капитале.

Однако важно отметить, что венчурный инвестор на рынке коллективных инвестиций не может осуществлять финансирование проектов, связанных с развитием бизнеса аффилированных с инфраструктурными организациями структур. К таким организациям относятся специализированный депозитарий, регистратор, аудитор и оценщик. Также имеются ограничения на инвестирование проектов компаний

финансового рынка, строительного, оценочного и туристического бизнесов.

Схема работы таких фондов следующая: управляющая компания за счет средств инвесторов, составляющих активы ПИФа, выкупает часть акционерного (уставного) капитала компании — объекта инвестирования, а также осуществляет его дополнительное капитальное либо долговое финансирование. Используя эти средства на развитие, компания-объект увеличивает при этом свою стоимость. Поскольку основной инвестиционной задачей является рост капитализации компании-объекта, то прибыль, как правило, не распределяется среди акционеров, а реинвестируется. Через некоторое время управляющая компания осуществляет обратный процесс продажи приобретенных ей акций либо на рынке, либо заранее определенному кругу лиц, в том числе менеджменту компании — объекта инвестиций, фиксируя прибыль от данной инвестиционной сделки (рис. 1).

Рисунок 1. Механизм привлечения инвестиций через ЗПИФ



Данный механизм финансирования венчурных проектов специально разработан, нормативно закреплен и всесторонне поддерживается государством, в том числе путем усовершенствования законодательства с целью достижения значительного повышения эффективности венчурных фондов.

Проблемы и их решения для венчурного инвестора

При инвестировании в проекты реального сектора часто встает проблема, связанная с необходимостью обеспечения поэтапного финансирования проекта. Будучи сформированным, ЗПИФ закрывается на продолжительный период, одновременно учреждая либо входя в состав участников/акционеров компании — получателя инвестиций. При этом становится очевидным нецелесообразность единовременного размещения всех средств фонда в уставных капиталах таких компаний, так как вряд ли осуществимо освоение всех вложений в рамках ограниченного периода времени.

Действующее нормативное регулирование позволяет решить данную проблему следующим образом.

Во-первых, используется траншевая схема финансирования через дополнительную эмиссию паев. Данная процедура сопряжена с дополнительным согласительным процессом — государственной регистрацией изменений в правила доверительного управления закрытого фонда.

Во-вторых, нормативные требования к составу и структуре активов венчурного фонда позволяют диверсифицировать вложения, в частности размещение неосвоенных активов, в рыночные инструменты, не связанные с реализацией конкретного проекта (например, в государственные ценные бумаги, банковские вклады, иностранную валюту), либо в иные проекты.

В-третьих, в настоящее время ведется законодательная работа, направленная на разработку нормативной основы для реализации поэтапного финансирования венчурных проектов, а именно закрепления возможности частичной оплаты инвестиционных паев, что позволит избежать тех дополнительных организационных и финансовых издержек, которые возникают при поэтапном привлечении и освоении инвестиций путем дополнительного выпуска паев либо замены актива.

Также проводится законодательная работа в отношении венчурных фондов с целью упрощения порядка раскрытия информации. Суть венчурного бизнеса состоит в том, что венчурный проект не может быть открытым для сторонних инвесторов. Закрытые ПИФы венчурных инвестиций не являются розничными, они создаются для ограниченного количества участников или для конкретного инвестора. Следовательно, информация о деятельности закрытого венчурного фонда должна раскрываться только среди инвесторов проекта. Кроме того, венчурные фонды несут большие риски, поэтому они не рассчитаны на розничного инвестора, который не может адекватно оценить риски проекта. В связи с этим венчурные фонды должны быть выделены в отдельную категорию фондов, ориентированных

на квалифицированных инвесторов. Критерии отнесения инвестора к данной категории разрабатываются. В соответствии с проектами изменений в действующее законодательство к ним следует отнести институциональных инвесторов, в частности профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющие компании, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, страховые организации, ЦБ РФ, Агентство по страхованию вкладов, международные финансовые институты и другие организации, признаваемые таковыми Федеральной службой по финансовым рынкам. При введении категории квалифицированного инвестора, как располагающего достаточной информацией о различных классах активов и сопутствующих рисках, отпадает необходимость в ограничениях по приобретению венчурными ПИФаами компаний финансового, строительного, игорного бизнесов.

Таким образом, благодаря тенденции позитивного изменения в регулировании венчурных ПИФов в скором времени данная конструкция станет совершенно уникальным механизмом привлечения инвестиций в венчурные проекты, в максимальной степени учитывающим потребности как инвестора, так и реципиента венчурных инвестиций.

Примером привлечения венчурных инвестиций в рамках конструкции закрытых фондов служит организация Управляющей компанией «Мономах» 6 закрытых ПИФов венчурных инвестиций:

1) фонд «Академия» — предназначен для инвестирования в инновационные проекты, реализуемые на базе научных разработок НИИ и вузов, расположенных на территории Сибирского региона, прежде всего Новосибирского Академгородка;

2) фонд «Фармакологический центр» — создан в целях коммерциализации имеющихся научных разработок в области фармакологии на основе лицензионных соглашений с госструктурами, создания новых лекарственных препаратов, разработки технологий получения субстанций, отличающихся высокой степенью очистки и эффективностью;

3) «Сибирский региональный венчурный фонд» — создан для инвестирования в компании, находящиеся на ранних стадиях развития и реализующие инновационные проекты на территории Сибирского федерального округа;

4) фонд «Инновации НГУ» — создан в интересах Новосибирского государственного университета и

предназначен для инвестирования в инновационные наукоемкие бизнес-проекты, реализуемые в первую очередь на территории Новосибирского Академгородка;

5) «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Томской области»;

6) фонд «Золотая долина» — правила доверительного управления фондом зарегистрированы в начале текущего года, формирование только началось. Существуют также примеры привлечения инвестиций в отрасли, не связанные напрямую с высокими технологиями, в частности создание Управляющей компанией «РН-траст» в рамках группы компаний НК «Роснефть» венчурного фонда «Развитие 1» в целях финансирования проектов в нефтяной сфере.

Наиболее ярко венчурное инвестирование представлено проектами, связанными с реализацией государственных программ привлечения инвестиций в важнейшие для экономики секторы. К примеру, «Альянс РОСНО Управление Активами» представляет собой управляющую компанию 2 региональных ЗПИФов венчурных инвестиций, созданных с использованием бюджетных средств субъектов Федерации, федерального бюджета РФ и средств частных инвесторов.

При создании фонда преследовали следующие цели: развитие высокотехнологичных отраслей народного хозяйства путем венчурного финансирования, поддержка малого бизнеса в научно-технической области, привлечение частных инвестиций в высокие технологии. Стратегия фондов направлена на поиск и отбор проектов, подходящих под инвестиционную декларацию фонда и имеющих высокий рыночный потенциал, на инвестирование в данные проекты через уставный (акционерный) капитал, участие в управлении в партнерстве с инициаторами проекта, помощь в развитии, маркетинговую поддержку. Предполагается, что выход из проекта будет осуществлен путем продажи доли фонда менеджменту, партнеру, стороннему покупателю или путем размещения акций на бирже.

Одним из основных факторов, способных повлиять на скорость перехода России на инновационный путь развития, на интенсивный рост экономического потенциала регионов страны и, главное, на замещение сырьевого экспорта инновационными технологиями, является всесторонняя поддержка высокотехнологичных и наукоемких областей экономики. Однако на сегодняшний день, по оценкам экспертов, объем венчурного инвестирования в данную сферу

абсолютно не соответствует потенциалу страны, и потребность российского рынка в частном инвестиционном капитале на настоящий момент удовлетворена минимальным образом. Рынок коллективных инвестиций предлагает эффективный, прозрачный и понятный не только российским, но и западным инвесторам механизм, с помощью которого инновационная сфера получит надлежащее финансирование и динамичное развитие, а инвесторы смогут рассчитывать на получение высокой прибыли. В популяризации данного института рынка коллективных инвестиций в большой степени заинтересовано и государство, как особый субъект, реализующий полномасштабные задачи поддержки предприятий реального сектора, в привлечении инвестиций, направленных на реализацию инновационных наукоемких и высокотехнологичных проектов, а также обеспечении научно технического прогресса страны в целом.

ЧАСТНО-ГОСУДАРСТВЕННОЕ ПАРТНЕРСТВО

В рамках решения стратегических задач сохранения и преумножения научно-технического потенциала России перед государством особенно остро стоят следующие вопросы:

- поддержка инновационных процессов и научно-технического прогресса;
- обеспечение привлекательности научно- и технически значимых проектов для частного венчурного инвестора;

- привлечение инвестиций в области, обладающие наибольшим потенциалом качественного экономического роста, в высокотехнологичные и наукоемкие проекты, имеющие стратегическое значение и перспективы коммерческого использования.

Методами реализации политики государства являются: 1) постепенный перевод сферы науки в значительной мере на самообеспечение при минимальном финансировании со стороны государства; 2) поддержка деятельности венчурных инновационных фондов, финансирующих высокотехнологичные и наукоемкие проекты, имеющие перспективы коммерческого использования, и прежде всего путем прямого финансового участия в проекте с целью снижения или компенсации рисков частного инвестора.

Рынок коллективных инвестиций предлагает инструмент, благодаря которому государство,

осуществляя инвестиционные вложения в стоящие перед ним приоритетные задачи, имеет возможность реализовать данные проекты на условиях рационального, прозрачного, эффективного и партнерства, основанного на принципе баланса интересов и построенного путем консолидации рыночных и государственных финансовых ресурсов через конструкцию ПИФов венчурных инвестиций.

Рисунок 2. Пример механизма частного-государственного партнерства при финансировании венчурных проектов.



Интерес государства в частно-государственном партнерстве

Для государства, как особого субъекта рынка, механизм частного- государственного партнерства (рис. 2), представляющего собой объединение государственного и частного капитала в рамках закрытых ПИФов, позволяет обеспечить:

- 1) реализацию государственной политики экономического развития регионов, формирование нового механизма интенсификации такого развития;

- 2) развитие конструктивного взаимодействия бизнеса и государственной власти;

- 3) оптимальное сочетание интересов частных и государственных инвесторов на федеральном и региональном уровнях, а также предприятий, нуждающихся в привлечении инвестиций;

- 4) мобилизацию значительных финансовых средств для финансирования региональных инвестиционных проектов в объеме, многократно превышающем вклад единичного инвестора;

- 5) совершенствование механизмов административного воздействия на привлечение и размещение рыночных инвестиций;

- 6) достижение гибкости использования средств фонда в течение года, что позволит начать реализацию проекта в любой момент, независимо от ограничений, накладываемых бюджетными процессами.

Интерес рыночного инвестора в частно-государственном партнерстве

Заинтересованность частного инвестора обуславливается следующим:

1) единство интересов с государственной властью может служить фактором, создающим дополнительные гарантии частных вложений;

2) расширяются инвестиционные возможности благодаря эффективности объединения капиталов;

3) снижаются инвестиционные риски, в том числе за счет того, что предприятия - объекты инвестирования были отобраны в результате проведенного анализа (как правило, отбираются предприятия, имеющие прозрачную структуру собственности и денежных потоков, профессиональный менеджмент, четкую программу использования инвестиций). В отношении таких предприятий проводят дополнительный контроль уполномоченных государственных органов;

4) осуществляется профессиональное управление предприятиями управляющей компанией, специально отобранной по конкурсу, деятельность которой прозрачна и подконтрольна регулирующим органам, а ее управление построено на оптимальном соотношении высокой доходности и сбалансированного риска;

5) защита интересов пайщиков, а также снижение риска при инвестировании в ЗПИФы обеспечиваются жесткими нормативными требованиями к управляющей компании, а также организационной структурой ПИФа. Кроме того, функции управления, хранения и учета средств фонда разделены между независимыми друг от друга структурами — управляющей компанией и специализированным депозитарием. Помимо контроля управляющей компании со стороны государственных органов (в первую очередь Федеральной службы по финансовым рынкам) и специализированного депозитария, косвенный контроль также осуществляют специализированный регистратор (лицо, ведущее реестр владельцев инвестиционных паев), аудитор (исполняющий аудит управляющей компании и фонда), оценщик (выполняющий независимую оценку имущества фонда). Кроме того, инвестор также может оказать влияние на управляющую компанию через общее собрание пайщиков, в том числе и по вопросам изменения инвестиционной декларации;

6) оптимизируется налогообложение благодаря возможности применения отложенного налогообложения и отсутствия двойного

налогообложения по налогам на доходы. ЗПИФ не является юридическим лицом, поэтому прирост его имущества не облагается налогом на прибыль. Полученные средства, в частности, сэкономленные на налогах, остаются в фонде и реинвестируются, увеличивая стоимость его имущества. Налогообложение владельца инвестиционных паев возникает только при реализации паев, в том числе при их погашении.

Интерес реципиента инвестиций в частно-государственном партнерстве

Для компании — объекта инвестиций, структурирование финансирования в рамках ПИФа позволяет обеспечить решение следующих задач:

1) получение целевого финансирования научных разработок за счет аккумулирования крупных финансовых ресурсов внешних источников;

2) инвестирование необходимых финансовых ресурсов в проекты и превращения небольших инновационных фирм в крупные коммерческие компании;

3) возможность получения доходов от реализации инвестиционных проектов, в которых воплощены научные разработки;

4) обеспечение профессионального управления объектом инвестирования и, как следствие, увеличение его стоимости.

На федеральном уровне с помощью средств Инвестиционного фонда Российской Федерации было создано ОАО «Российская венчурная компания» (далее — РВК) - юридическое лицо со 100%-ным государственным участием. Целью его деятельности является содействие формированию инновационной системы и модернизации экономики путем инвестирования в создание 8-12 венчурных фондов по всей стране, которые в свою очередь должны профинансировать около 100-200 «стартапов» российских предприятий. Финансовое участие РВК в венчурных фондах будет ограничено объемом 49% от ее средств, а остальные 51% средств предоставят частные венчурные инвесторы.

Таким образом, руководство венчурными фондами будут осуществлять частные инвесторы, а РВК сохранит необходимый контроль над соблюдением целевого назначения использования ресурсов такого фонда. В первом полугодии 2007 г. планируется провести отбор управляющих компаний, как российских, так и западных, которые будут организовывать инвестирование средства фонда. Частно-государственное

кооперирование, помимо прочего, отражено, во-первых, в объединении финансовых потоков, во-вторых, в порядке формирования совета директоров РВК (3 - члена Правительства России, 2 — независимые участники, что должно способствовать повышению эффективности государственного менеджмента), в-третьих, в регламентировании деятельности РВК нормативно-правовыми актами Правительства России, в то время как по венчурным вложениям директивы государства даваться не будут, т. е. все решения по инвестициям будет принимать отобранная по конкурсу управляющая компания.

В настоящее время в некоторых регионах (Москве, Татарстане, Красноярском крае, Томской области, Пермском крае, Калужской, Волгоградской, Тюменской, Воронежской и Самарской областях, Республике Татарстан и Мордовской Республике, Санкт-Петербурге) уже реализуются венчурные проекты по результатам проведенного МЭРТ в 2005 и 2006 гг. федерального конкурса на организацию частно-государственных венчурных ЗПИФов, инвестиции которых в соответствии с условиями (см. рис. 2) должны направляться в малые предприятия научно-технической сфере. На сегодняшний день одна из основных проблем малых предприятий — это невозможность предоставления в кредитующий банк залоговых обеспечений, поэтому венчурный способ финансирования является определенным выходом из сложившейся ситуации. Кроме того, система поддержки малого бизнеса при реализации указанных проектов предполагает предоставление государственным инвестором-пайщиком предприятиям, кредитующимся в банках, гарантий под залог инвестиционных паев венчурных фондов как ликвидных финансовых инструментов. Такая двухуровневая структура финансового обеспечения, а также соединение частного и государственного инвестиционного участия наиболее эффективно способствует реализации социально значимых задач государства, связанных с поддержкой инновационных процессов в России.

Проблема участия государства в проектах реального сектора, наиболее важных с точки зрения экономической и социальной политики, актуальна не только при привлечении инвестиций в развитие высоких технологий.

Как пример частно-государственного партнерства можно рассматривать формирование закрытых паевых ипотечных фондов под управлением Управляющей компании «Ямал» закладными АИЖК. Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) было создано Правительством Российской Федерации в 1997 г. в форме открытого акционерного общества со 100%-

ным государственным капиталом. Основным направлением деятельности АИЖК является обеспечение ликвидности российских коммерческих банков, предоставляющих долгосрочные жилищные кредиты населению, за счет покупки прав требований по таким кредитам на средства, привлекаемые путем размещения облигаций Агентства на фондовом рынке. Схема работы АИЖК совместно с КУИ «Ямал» выглядит следующим образом. Действуя в качестве учредителя доверительного управления, АКБ «РОСБАНК» приобрел 100% инвестиционных паев ИЗПИФ на сумму 1 млрд руб. В свою очередь КУИ «Ямал» приобрела на эту же сумму у Агентства по ипотечному жилищному кредитованию закладные, выданные в 16 регионах России. В процессе функционирования ИЗПИФ инвесторам ежеквартально выплачивается инвестиционный доход в сумме полученных процентов по аннуитетным платежам за вычетом издержек фонда. В то же время на сумму погашения основного долга в рамках аннуитетных платежей планируется регулярно выкупать у АИЖК новые закладные для обеспечения максимального наполнения фонда профильными активами. Проведение секьюритизации позволит АИЖК направить дополнительные средства на ипотечное кредитование. Кроме того, к функциям АИЖК также относится сервисное сопровождение проданных в ИЗПИФ закладных, выкуп дефолтных закладных из имущества фонда и оставшихся при прекращении деятельности ИЗПИФ закладных.

Создание и функционирование ИЗПИФ «Первый ипотечный» стало новым финансовым проектом, позволяющим инвестировать средства в ипотечные кредиты, выдаваемые по стандартам АИЖК. Перспективность такого проекта подтверждается также созданием второго ипотечного фонда, деятельность которого также осуществляется в рамках изложенной выше стратегии.

Таким образом, АИЖК, имеющее свои непосредственные представительства в регионах, а также соответствующие региональные аналоги, положило начало формированию платежеспособного спроса населения на жильё, популяризации и эффективному развитию ипотечного жилищного кредитования в национальном масштабе при всесторонней поддержке государства.

Закрытые фонды, как инструмент частно-государственного партнерства, имеют значительные перспективы для дальнейшего развития. Не вызывает сомнения дальнейшее сотрудничество государственного и рыночного

секторов в рамках конструкции венчурных фондов. Перспективны для развития партнерства ипотечные фонды как инструмент секьюритизации ипотечных кредитов, фонды недвижимости, обеспечивающие в итоге значительное снижение издержек при инвестировании в недвижимые активы, тем более что реализация подобных механизмов отвечает задачам национального проекта «Доступное жилье». Перспективным представляется и передача небольших или малорентабельных госпакетов в фонды прямых инвестиций, что могло бы повысить эффективность управления ими.

Система привлечения инвестиций с помощью конструкции прямых и венчурных ПИФов с партнерским участием и оптимальным сочетанием интересов государственных и частных инвесторов позволяет использовать административный ресурс как мощный катализатор привлечения прямых инвестиций в предприятия региона, консолидировать в рамках закрытого паевого

инвестиционного фонда прямых (венчурных) инвестиций ресурсы частных инвесторов (денежные средства, прогрессивные технологии производства и управления, интеллектуальные ресурсы, know how и т. п.) и средства, выделяемые региональным бюджетом, обеспечить профессиональное управление объектом инвестирования и способствовать реализации стоящих перед регионами задач развития социально значимых и экономически целесообразных проектов, коммерциализация которых поможет достичь высоких показателей общеэкономического роста региона.

Закрытый паевой инвестиционный фонд — эффективный инструмент для частно-государственного партнерства, однако важно не его применение, а желание государства и частного инвестора идти на справедливых партнерских условиях в проект. Закрытые фонды такую возможность предоставляют. Инвестор готов, дело за государством.