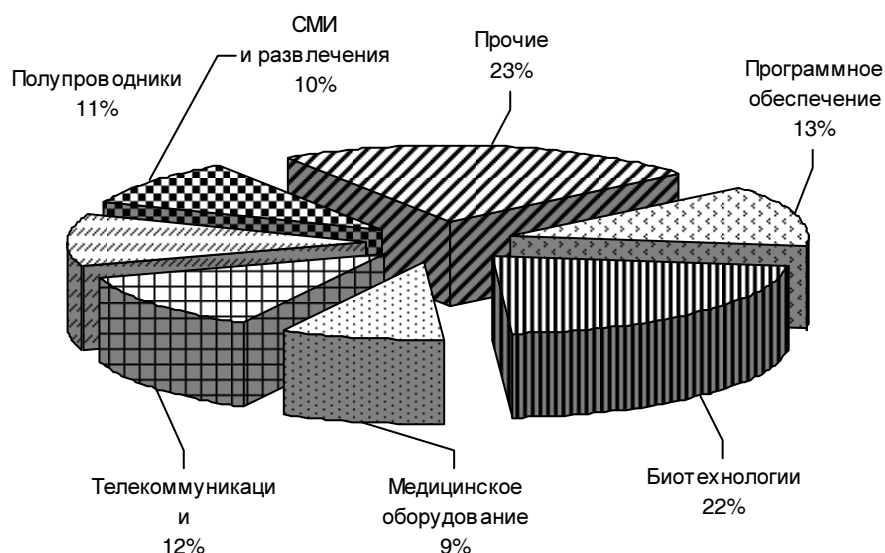


Д.А. СПИЦЫН*

ОСОБЕННОСТИ КОРПОРАТИВНОГО ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В США

Под корпоративным венчурным инвестированием (КВИ) подразумевается финансирование со стороны, как правило, крупной корпорации в акционерный капитал высокорискованных предприятий на ранних стадиях развития (венчурных компаний). Кроме того, в качестве такого инвестирования часто рассматривается выделение в отдельную компанию перспективного направления в деятельности корпорации, обычно связанного с новой разработанной технологией.

Диаграмма. Отраслевая структура корпоративных венчурных инвестиций, 2006 г.



MacMillan I., Roberts E., Livada V., Wang A. Corporate Venture Capital (CVC). Seeking Innovation and Strategic Growth. Recent Patterns in CVC Mission, Structure, and Investment. National Institute of Standards and Technology, U.S. Department of Commerce, Wash., 2008.

Первые корпоративные венчурные программы появились в США в 60-х годах прошлого века. К началу 70-х 25% компаний, участвующих в рейтинге 500 ведущих компаний журнала «Форбс», имели собственные венчурные про-

* СПИЦЫН Денис Анатольевич – аспирант ИСКРАН. Copyright © 2009.

граммы¹. Следуя общим тенденциям венчурного рынка, в 70-х годах большинство корпораций свернули свои венчурные программы из-за падения на фондовом рынке. Корпоративные венчурные программы снова стали динамично развиваться с конца 70-х – начала 80-х годов. Сейчас венчурные инвестиции широко распространены в Соединённых Штатах, особенно среди крупных высокотехнологичных корпораций (в качестве примера можно привести «Интел», «Оракл», «Эдоб», «Люсент», «Тексас инструментс», «Ксерокс», «Сан микросистемз» и др.). При этом объёмы финансирования часто очень значительны. Так, за три года на рубеже XX–XXI веков «Интел» потратила на венчурные программы около 3 млрд. долл. США².

По данным Национальной ассоциации венчурного капитала (*National Venture Capital Association*), в первой половине 2007 г. американские корпорации осуществили венчурных инвестиций в размере 1,3 млрд. долл., что составляет около 9,2% общего объёма венчурного финансирования в стране.

Отраслевая структура корпоративных венчурных инвестиций в 2006 г. представлена на диаграмме.

Цели корпоративных венчурных инвесторов

Деятельность корпоративных венчурных инвесторов направлена на достижение:

- нефинансовых стратегических целей: получение новых технологий, диверсификация основной деятельности, поддержка компаний, деятельность которых может способствовать развитию основной сферы деятельности корпорации, которые, как правило, являются основными для корпоративных венчурных инвесторов;
- финансовых целей (получение высокого уровня инвестиционного дохода), которые обычно являются сопутствующими для корпоративных венчурных инвесторов.

Стратегические венчурные инвестиции – это для корпораций альтернативный механизм для получения новых технологий по сравнению с проведением НИОКР в собственных научно-исследовательских подразделениях. Найти и профинансировать малую инновационную компанию, которая уже создала новый продукт, часто оказывается эффективнее собственных разработок как с финансовой точки зрения, так и с точки зрения сроков выхода с новым продуктом на рынок. Стратегическими целями корпорации могут быть также создание новых рынков и диверсификация основного бизнеса, улучшение производственных процессов, поддержание предприятий-смежников.

Обычно венчурные менеджеры корпораций тесно взаимодействуют с научно-исследовательскими подразделениями, поскольку им необходимо определить те технологические сферы, инновации в которые являются приоритетными для корпорации. В случае удачного выбора фирмы – реципиента инвестиций между ней и корпорацией может быть установлено стратегическое со-

¹ Chesbrough H. Designing Corporate Ventures in the Shadow of Private Venture Capital. – «California Management Review», Spring 2000, p. 31.

² King N. Corporate Venturing. ExpressExec, 2002 (<http://skillport.books24x7.com>).

трудничество, включая совместные научные исследования, производство или продажу продукции.

Венчурные инвестиции, осуществляемые с финансовыми целями, характерны для корпораций с избыточными денежными средствами (по отношению к развитию основных направлений деятельности компании).

По данным исследований³, корпоративные венчурные инвестиции осуществляются по следующим направлениям:

15% корпораций делают это только со стратегическими целями;

15% корпораций – только с финансовыми целями;

50% корпораций – преимущественно со стратегическими целями, но финансовые цели также имеют значение;

20% корпораций – преимущественно с финансовыми целями, но стратегические цели также имеют значение.

Классификация корпоративных венчурных программ

Венчурные инвестиции корпораций могут быть разделены на две основные группы⁴: внутренние венчурные программы и внешние венчурные программы.

Корпорации, которые осуществляют внутренние венчурные программы, проводят поиск внутри компании сотрудников, стремящихся участвовать в венчурном бизнесе (обычно из коллектива разработчиков новой технологии, которую целесообразно коммерциализировать за пределами корпорации). При этом стимулом для сотрудников являются не только дополнительные доходы, но и возможность участвовать в предпринимательской деятельности. В этом случае им предоставляется независимость, финансовые ресурсы и возможность организовать новую венчурную компанию. Такие предприниматели, работающие в рамках корпораций, получили название интрапренёров (*intrapreneur*), а соответствующая форма участия предпринимательской инициативы в бизнесе корпораций – интрапренёрства (*intrapreneurship*)⁵.

Внутренние венчурные программы часто организуются для того, чтобы коммерциализировать побочные результаты работы научно-исследовательских подразделений компании. При этом создание венчурных предприятий в непрофильных рыночных сегментах может осуществляться в союзе с внешними партнёрами.

Внутренние венчурные программы оказывают значительное влияние на корпоративную культуру компании, которая становится более гибкой и ориентированной на поддержку личной инициативы сотрудников.

Поиск объектов для инвестирования за пределами компании осуществляют корпорации с внешними венчурными программами. В этом случае устанавливаются контакты с венчурным сообществом, университетами и научно-исследовательскими организациями.

³ MacMillan I., Roberts E., Livada V., Wang A. Corporate Venture Capital (CVC). Seeking Innovation and Strategic Growth. Recent Patterns in CVC Mission, Structure, and Investment. National Institute of Standards and Technology, U.S. Department of Commerce, Wash., 2008, p. 8.

⁴ Ibid., p. 30.

⁵ King N. Op. cit.

Одновременно корпорации могут иметь несколько венчурных программ, которые ориентируются на различные отрасли или обслуживают интересы бизнес-подразделений компании.

Механизмы корпоративного венчурного инвестирования

Корпорации используют различные организационные механизмы при осуществлении венчурных инвестиций:

- внутрикорпоративная венчурная программа без участия профессиональных фирм венчурного капитала;
- соинвестирование с фирмами венчурного капитала;
- инвестирование в фирмы венчурного капитала в качестве партнёра с ограниченной ответственностью.

Выбор между указанными механизмами определяется целями корпорации (финансовыми или стратегическими) и связанной с ними желаемой степенью влияния на управление венчурными инвестициями.

Корпорации часто совмещают указанные механизмы. По данным исследований⁶, 90% корпораций, осуществляющих корпоративное венчурное инвестирование, используют первые два механизма, 60% являются партнёрами с ограниченной ответственностью в фирмах венчурного капитала.

Внутрикорпоративная венчурная программа без участия профессиональных фирм венчурного капитала позволяет компании самостоятельно определять направления венчурных инвестиций и иметь полную свободу в управлении ими. Как правило, таким механизмом пользуются корпорации, ставящие перед собой прежде всего стратегические цели.

Корпоративное венчурное инвестирование обычно осуществляется благодаря созданию так называемых венчурных подразделений (ВП) – автономных структур в рамках корпорации, специализирующихся на венчурных инвестициях. Венчурные подразделения обычно подчиняются непосредственно генеральному директору, кроме того, их могут создавать в научно-исследовательских подразделениях компании.

Венчурными подразделениями корпораций обычно руководит небольшая команда из шести-десяти портфельных менеджеров, часть которых приходит из материнской структуры, а часть – извне. Это обеспечивает доверительное отношение высшего руководства к таким подразделениям, что в сочетании со знанием внутрикорпоративных реалий даёт возможность направить имеющиеся ресурсы на развитие самых перспективных сфер бизнеса. Пришедшие со стороны менеджеры (обычно – бывшие специалисты инвестиционных банков, консультационных фирм и недавно вышедших на рынок компаний) привносят новые связи, навыки, опыт и взгляды на состояние дел.

Венчурные инвестиции осуществляются также путем создания дочернего венчурного фонда в форме отдельного юридического лица. При относительной

⁶ MacMillan I., Roberts E., Livada V., Wang A. Op. cit., p. 7.

Таблица

**Вклад в развитие бизнеса новой компании со стороны корпорации,
ФВК и основателей венчурной компании**

Венчурная компания	Корпорация	Фирма венчурного капитала
Инновация	Капитал	Капитал
Предпринимательская инициатива	Отраслевой опыт	Содействие найму новых менеджеров
Обеспечение роста доходов и стоимости компании	Технологии	Структурирование сделки
	Совместная деятельность бизнесов корпорации и венчурной компании	Совместная деятельность с другими инвестициями ФВК
		Опыт в организации выхода из компании

автономности такого фонда, его инвестиционная политика, как правило, тщательно согласуется со стратегическим курсом развития корпорации.

Для венчурных подразделений корпораций характерно осуществление внутренних и внешних венчурных программ, в то время как дочерние фонды обычно осуществляют поиск предпринимательских идей вне материнской структуры.

По данным исследований, в США только около одной трети корпоративных венчурных программ создаются путём организации отдельных юридических лиц⁷. При этом наблюдается тенденция сокращения дочерних венчурных фондов, что в значительной степени связано с увеличением популярности внутренних венчурных программ.

Недостатком внутрикорпоративных венчурных программ без участия профессиональных фирм венчурного капитала является то, что корпорация полностью несёт риски от инвестирования и не имеет возможности использовать опыт профессиональных венчурных инвесторов. Кроме того, часто требуется изменение организационной структуры и корпоративной культуры компании.

Соинвестирование с фирмами венчурного капитала (ФВК) является промежуточной формой между внутрикорпоративной венчурной программой без участия фирм венчурного капитала и инвестициями в эти фирмы в качестве партнёра с ограниченной ответственностью. В этом случае каждый из соинвесторов осуществляет покупку пакета акций одной и той же венчурной компании.

Обычно фирмы венчурного капитала выступают в качестве ведущего партнёра, основываясь на своём опыте структурирования и управления инвестициями, в то время как корпорации предоставляют возможность использовать свой отраслевой опыт в бизнесе компании – реципиента капитала. Вклад

⁷ Ibid., p. 11.

каждого из участников совместного бизнеса в развитие новой компании представлен в таблице.

Соинвестирование с фирмами венчурного капитала имеет следующие преимущества:

- высокую степень влияния на управление инвестициями;
- возможность использовать опыт фирмы венчурного капитала;
- распределение рисков от инвестирования между корпорацией и фирмами венчурного капитала.

Высокая степень влияния на управление инвестициями (в том числе выбор компании – реципиента финансирования) в сочетании с другими преимуществами соинвестирования с ФВК делают указанный механизм привлекательным для корпораций, заинтересованных в решении стратегических задач при сохранении желаемого уровня доходности от инвестиций.

Инвестирование в фирмы венчурного капитала в качестве партнёра с ограниченной ответственностью не требует от компании больших вложений и минимизирует инвестиционные риски, но в то же время облегчает доступ к разработкам поддерживаемых фирмами венчурного капитала мелких инновационных фирм. Кроме того, это даёт возможность получать информацию об инновационных проектах, которые рассматриваются, но затем по различным причинам отвергаются фирмой венчурного капитала. Таким образом, корпорации получают возможность узнать о новых разработках и идеях, а также познакомиться с деловыми качествами менеджеров, учёных, инженеров или изобретателей с тем, чтобы привлечь их в свои научные лаборатории или производственные подразделения. Указанный механизм также позволяет корпорации получить опыт в венчурном инвестировании и наладить деловые контакты в венчурном сообществе.

Основной недостаток инвестирования в фирмы венчурного капитала в качестве партнёра с ограниченной ответственностью заключается в незначительной возможности влиять на деятельность венчурного фонда и его инвестиционную политику, что не даёт корпорации в полной мере подходить к решению стратегических задач.

Особенности управления корпоративными венчурными инвестициями

Управление венчурными инвестициями корпораций, которые в качестве основной цели ставят финансовый аспект, аналогично тому, что наблюдается в фирмах венчурного капитала (вопросы выбора схемы финансирования, контроля за фирмой – реципиентом капитала, выход из капитала проинвестированной компании и т.п.)

В то же время корпорации, ставящие перед собой в первую очередь стратегические цели, при управлении венчурными инвестициями сталкиваются с рядом специфических проблем:

каким образом использовать достижения венчурного направления для решения задач основной сферы деятельности корпорации;

как использовать ресурсы корпорации для развития венчурной компании (каналы снабжения и сбыта, специфический отраслевой опыт);

как подойти к выбору степени интеграции компаний – реципиентов венчурного капитала в структуру управления корпорацией.

Для решения указанных вопросов венчурные менеджеры с самого начала интенсивно взаимодействуют с управленцами ключевых подразделений компании. Корпорации используют различные механизмы с тем, чтобы создать у руководителей основных подразделений заинтересованность в сотрудничестве с венчурными менеджерами (например, если управленцы основных подразделений сотрудничают с венчурными подразделениями компании, их могут вознаграждать за доходы, полученные в результате совместной деятельности, и не штрафовать за понесённые в связи с этим затраты).

Ключевым аспектом успешности корпораций венчурного инвестирования является человеческий фактор. Поэтому при осуществлении венчурных программ особое внимание уделяется подбору специалистов соответствующих подразделений корпорации.

Недостатки корпоративного венчурного инвестирования

При осуществлении венчурных инвестиций корпорации вынуждены конкурировать с профессиональными венчурными инвесторами, такими как фирмы венчурного капитала. Исследования показывают, что доходность корпоративного венчурного финансирования ниже аналогичного показателя профессиональных фирм венчурного капитала⁸.

Специфические для корпораций факторы, оказывающие негативное влияние на их венчурные инвестиции таковы:

закрытие венчурных программ, которые имеют потенциал развития;

критерии выбора объектов инвестирования и ограничения в развитии компании – реципиента инвестиций;

мотивация венчурных менеджеров корпораций;

длительные сроки принятия решений⁹.

Закрытие венчурных программ, которые имеют потенциал развития, характерно при смене менеджмента корпорации, который считает осуществленные инвестиции ошибкой своих предшественников, а выход из венчурных программ часто позитивно сказывается на финансовых показателях компании. Кроме того, успешные венчурные подразделения часто рассматриваются как угроза основному направлению деятельности корпорации, так как они способны конкурировать за распределение ограниченных финансовых ресурсов компании. За закрытие корпоративного венчурного инвестирования часто выступают научно-исследовательские подразделения корпорации, поскольку

⁸ Gompers P., Lerner J. The Determinants of Corporate Venture Capital Success. University of Chicago Press, 2000 (<http://skillport.books24x7.com>).

⁹ Chesbrough H. Op. cit., p. 37.

это позволяет предотвратить отвлечение финансовых потоков от внутрифирменных НИОКР.

При КВИ основным критерием выбора компаний – реципиентов капитала обычно является их влияние на основной бизнес корпорации, в то время как наиболее важным показателем для профессиональных фирм венчурного капитала является доходность по инвестициям. Развитие венчурной компании может быть также ограничено запретом на занятие бизнесом в тех сферах, где она будет конкурировать с материнской корпорацией.

Перед корпорациями всегда встаёт вопрос о поиске оптимального баланса между поощрением менеджеров за то, что они берут на себя риски, и наказанием за неудачи. Как правило, корпорации не предоставляют своим сотрудникам возможности участвовать в прибыли профинансированных компаний. Это приводит к тому, что венчурные менеджеры, приносящие своему работодателю многомиллионные доходы, получают такую же зарплату, как и их коллеги из других подразделений корпорации. Такая политика вызвана тем, что иначе сотрудники аналогичного уровня в других подразделениях корпорации будут считать несправедливым, что венчурные менеджеры получают непропорционально более высокий уровень материальной компенсации за счёт функционирования венчурных подразделений.

В то же время менеджеры ВП не несут финансовой ответственности за убытки своего работодателя по венчурным инвестициям. В результате венчурные менеджеры корпораций обычно в меньшей степени заинтересованы в закрытии бесперспективных корпораций венчурного инвестирования по сравнению с их конкурентами в фирмах венчурного капитала. Это вызвано тем, что списание неудачных инвестиций негативно сказывается на их репутации, а увеличение будущих убытков корпорации в связи с продолжением участия в венчурной компании не оказывает влияния на оплату труда.

Длительность цикла венчурного инвестирования приводит к тому, что затраты по вложениям в новую компанию обычно производятся под руководством одного менеджера венчурного подразделения, в то время как доходы от этих инвестиций (если они действительно имеют место) корпорация получает в связи с работой другого специалиста. Это приводит к тому, что менеджеры венчурного подразделения заинтересованы избегать рискованных и затратных проектов, так как они, скорее всего, не успеют получить поощрение за доходы от этих инвестиций.

Большие корпорации имеют сложную бюрократическую систему, связанную с принятием решений и их согласованием среди различных заинтересованных подразделений компании, в отличие от фирм венчурного капитала, имеющих более простую и гибкую систему управления. В частности, корпорации обычно используют менее эффективную систему финансирования венчурных компаний по сравнению с фирмами венчурного капитала. В отличие от этих фирм, которые обычно используют поэтапное финансирование в зависимости от достижения фирмой – реципиентом капитала промежуточных целей, менеджеры венчурных подразделений стремятся осуществлять инвестиции более крупными траншами в связи со сложной процедурой внутрифирменного согласования каждого отдельного этапа финансирования.

Преимущества корпоративного венчурного инвестирования

В то же время корпорации имеют ряд преимуществ при осуществлении ими венчурных инвестиций по сравнению с фирмами венчурного капитала:

длинный временной горизонт;
объём инвестированного капитала;
возможная совместная деятельность корпорации и компании – реципиента капитала¹⁰.

Фирмы венчурного капитала, как правило, имеют ограниченный срок жизни, обычно равный семи – десяти годам. После этого фонд ликвидируется для того, чтобы распределить полученные доходы среди партнёров.

Корпорации имеют неограниченный срок жизни, поэтому они осуществляют венчурные инвестиции в длительные проекты, что ставит их в более выгодное положение по сравнению с ФВК.

Несмотря на то, что в фирмах венчурного капитала концентрируются значительные финансовые ресурсы, объём их инвестиции в индивидуальные проекты находится на значительно более низком уровне по сравнению с крупными корпорациями. Корпорации также имеют возможность увеличить первоначальный объём запланированного венчурного финансирования в случае, если появляются благоприятные инвестиционные возможности (по данным исследований¹¹, только около 38% корпоративных венчурных программ имеют фиксированный объём выделенных средств).

Корпорации также часто объединяют усилия с проинвестированными компаниями в связи с тем, что у них есть специфические отраслевые знания или опыт в реализации высокотехнологичных проектов. Некоторые технологии требуют проведения сопутствующих НИОКР, и корпорации часто имеют преимущество перед ФВК в координации таких исследований. Кроме того, корпорация может оказать содействие новой компании в выходе на рынок (в том числе международный) с использованием её каналов сбыта или в поиске поставщиков.

По данным исследований, корпорации оказывают следующие формы поддержки профинансированным ими венчурным компаниям:

- в 78% случаев оказывается существенная научная поддержка;
- в 69% – инженерно-техническая;
- в 86% венчурной компании предоставляется большой или умеренный доступ к покупателям корпорации;
- в 61% компании предоставляется большой или умеренный доступ к поставщикам компании;
- в 80% случаев оказывается существенная поддержка в области менеджмента;
- в 73% – маркетинговая поддержка.

¹⁰ Chesbrough H. Op. cit., p. 38.

¹¹ MacMillan I., Roberts E., Livada V., Wang A. Op. cit.

По данным исследований, уровень дохода корпораций от венчурных вложений становится сопоставимым с показателями ФВК при инвестировании в те сферы деятельности, которые связаны с основными направлениями бизнеса корпораций¹². В то же время только около половины венчурных программ концентрируются на тех направлениях, которые связаны с деятельностью корпорации.

В конце 1990-х годов корпорации стали создавать венчурные подразделения нового типа, которые сочетают преимущества корпораций и ФВК. В частности, в новых венчурных подразделениях создаются гибкие системы оплаты труда в зависимости от финансовых результатов работы подразделения, но в то же время указанные системы обычно менее экстремальны по сравнению с теми, что распространены в ФВК. Кроме того, венчурные подразделения нового типа являются более автономными структурами в рамках корпорации, что позволяет ускорять процессы принятия решений.

В качестве примера таких венчурных подразделений нового типа можно привести компанию «Люсент», создавшую своё венчурное подразделение в 1996 г. для коммерциализации побочных разработок своей научно-исследовательской лаборатории, которые не вписывались ни в одно из основных направлений бизнеса корпорации. В рамках работы указанного ВП было создано 35 венчурных предприятий, три из которых уже успешно провели первичное публичное размещение акций. Внутренняя норма доходности инвестиций нового венчурного подразделения «Люсент» составила 80%¹³.

В связи с тем, что обычно основными целями венчурных программ корпораций является решение стратегических задач, некорректно оценивать эффективность их работы только на основе анализа финансовых показателей.

В связи с этим корпорации обычно проводят анализ стратегического вклада венчурных программ в развитие компании на основе таких критериев, как эффект от сотрудничества с фирмами – реципиентами капитала в области НИОКР, производства.

Особенности выхода из корпоративных венчурных инвестиций

Корпоративные инвесторы помимо стандартных способов выхода из венчурных инвестиций (первичное публичное размещение акций, выкуп пакета акций корпорации менеджментом венчурной компании или стратегическим инвестором), используют следующие специфические механизмы:

- выпуск так называемых *tracking stocks* – особого класса акций материнской компании, доходы по которым соответствуют доходам дочерней компании. Эти акции могут как распределяться в качестве дивидендов среди акционеров корпорации, так и предлагаться на открытом рынке;

¹² Gompers P., Lerner J. Op. cit.

¹³ Коувни П., Элтон Дж., Шах Б., Уайтхед Б. Венчурный бизнес как катализатор роста. – «Вестник Макинзи», 2002, № 2 (www.vestnikmckinsey.ru).

- частичное распространение акций по открытой подписке (*equity carve-out*) имеет место, когда корпорация продаёт на открытом рынке посредством первичного публичного размещения часть акций венчурной компании, оставляя за собой контрольный пакет;
- распределение акций венчурной компании среди акционеров корпорации (*spin-off*).

* * *

В последние годы в США венчурные программы корпораций становятся в большей степени ориентированы на финансовые результаты их деятельности. Указанная тенденция – это реакция корпораций на критику низкой эффективности их венчурных вложений. Многие корпоративные венчурные фонды стали подчеркивать, что они работают так же, как и независимые фирмы венчурного капитала, с целью максимизации стоимости своих инвестиций. В результате, распространение получает практика, когда при принятии решения о финансировании венчурные компании должны соответствовать стратегическим критериям, но в дальнейшем управление инвестициями осуществляется в целях роста стоимости вложений.

Ожидается в связи с этим, что в дальнейшем в США будет увеличиваться значение таких форм финансирования венчурных компаний, как венчурные подразделения нового типа, механизмы соинвестирования корпораций и ФВК. Указанные формы позволяют оптимизировать баланс стратегических и финансовых целей венчурных инвестиций, а также соединить положительные черты венчурных программ корпораций и фирм венчурного капитала.

В России корпоративное венчурное инвестирование в настоящий момент является слабо развитым. В первую очередь это связано с сильной сырьевой ориентацией экономики страны, в то время как в США корпоративное венчурное инвестирование в наибольшей степени распространено среди высокотехнологичных компаний.