

# Европейский рынок прямого и венчурного капитала: Новые горизонты



Под руководством  
Профессора Джерарда Джорджа и  
Доктора Эвы Натусиус

# **The European Venture Capital Market: Scaling Beyond Current Boundaries**

An EVCA Special Paper

Conducted by  
Professor Gerard George  
Dr. Eva Nathusius

On behalf of the  
European Private Equity  
and Venture Capital Association (EVCA)



European Private Equity &  
Venture Capital Association

2007



Европейская Ассоциация  
Прямого и Венчурного инвестирования  
2007

## **Европейский рынок венчурного капитала: Новые горизонты**

Под руководством  
Профессора Джерарда Джорджа и  
Доктора Эвы Натусиус



Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования

2008

## Об этой публикации

Данный проект был осуществлен Институтом прямого инвестирования Лондонской школы бизнеса и Центром по изучению предпринимательства и финансов (CEFS) Мюнхенского технического университета. Этот отчет был подготовлен профессором Джерардом (Джерри) Джорджем (Gerard George, ранее – сотрудник Лондонской школы бизнеса, ныне – стипендиат Современного института менеджмента (AIM) в Школе бизнеса Танаки при Имперском колледже Великобритании) и д-ром Эвой Натусиус (Eva Nathusius, Мюнхенский технический университет) с помощью д-ра Серджио Тиери (Sergio Tieri). Проект пользовался поддержкой проф. Эли Талмора (Eli Talmor, Лондонская школа бизнеса) и проф. Кристофа Казерепа (Christoph Kaserer, Мюнхенский технический университет) и проводился от имени и по поручению Европейской Ассоциации Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA).

## О EVCA

Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA) была создана в 1983 году, ее штаб-квартира находится в Брюсселе. EVCA представляет интересы европейского сектора индустрии прямого инвестирования и поддерживает этот класс активов в Европе и во всем мире.

В состав EVCA входят приблизительно 1300 членов. Роль этой организации заключается в представлении интересов индустрии перед регулирующими органами, выработке профессиональных стандартов и проведении отраслевых научных исследований, обеспечении профессионального развития и организации форумов, помощи во взаимодействии между своими членами и основными участниками индустрии, включая институциональных инвесторов, предпринимателей, политиков и представителей академической науки.

В круг деятельности EVCA входят все виды прямых инвестиций: венчурный капитал (от стадий посевной и «стартап» до капитала развития) и разного рода выкупы.

### **Отказ от ответственности**

Содержащаяся в данном отчете информация была получена по телефону или при личном контакте во время интервью, проводившихся от имени Лондонской школы бизнеса (LBS) в содружестве с Центром по изучению предпринимательства и финансов (CEFS) Мюнхенского технического университета. EVCA, LBS и CEFS предприняли надлежащие меры для обеспечения надежности представляемой информации, однако они не могут гарантировать исходную точность собранных данных. Поэтому ни EVCA, ни LBS, ни CEFS не могут брать на себя ответственности ни за какие решения или практические действия, сделанные на основе содержащейся в данном отчете информации.

### **Благодарность РАВИ**

РАВИ выражает свою глубокую благодарность EVCA за предоставленную возможность перевода данной работы на русский язык и передачи ее участникам Российской Венчурной Ярмарки (8–10 октября 2008 года, Санкт-Петербург).

РАВИ надеется, что специалисты, ознакомившиеся с данной работой, смогут лучше ориентироваться на необъятных просторах венчурного предпринимательства.

## Предисловие РАВИ

В ближайшие годы экономическое становление России будет определяться ее способностью к привлечению капитала для развития научно-технического потенциала страны. Одной из эффективных, подтвержденных на практике форм финансовой поддержки обладающих потенциалом роста высокотехнологических компаний является венчурное финансирование.

Основной помехой на пути развития отечественной венчурной индустрии являются факторы, связанные с особенностями развития рыночной экономики России. Прежде всего, это недостаток высококвалифицированных менеджеров управляющих компаний, а также предпринимателей, способных предложить адекватную стратегию развития бизнеса. Есть нерешенные проблемы и в правовой среде – несовершенство структуры ЗПИФ, проблемы защиты прав миноритарных акционеров, чрезмерного налогового бремени на компании малой и средней капитализации, защиты прав на интеллектуальную собственность.

Однако нельзя не отметить, что рынок прямых и венчурных инвестиций России тем не менее постоянно развивается. За минувший 2007 год было зафиксировано 24 выхода фондов из получивших прямые и венчурные инвестиции российских компаний. Наиболее распространенным способом выхода является продажа доли компании стратегическому инвестору, в то время как выходы посредством IPO составляют менее одной десятой части от общего числа подобных сделок.

С точки зрения распространения инвестиций по стадиям на российском рынке за последние годы не произошло больших изменений – с большим отрывом лидируют инвестиции на стадии расширения. При этом наблюдается серьезная диспропорция с инвестициями на «венчурных» стадиях, хотя в абсолютных цифрах объем инвестиций на ранних стадиях увеличивается.

Растет объем накопленной капитализации венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в России, достигнув к концу 2007 года знаковой отметки – около 10 млрд долл. Более подробно с динамикой развития рынка прямых и венчурных инвестиций в России можно ознакомиться в Аналитическом сборнике РАВИ «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций», который выходит с 2004 года.

Многие эксперты полагают, что сегодня российский венчурный рынок вплотную приблизился к своей «прорывной» точке – и именно 2008 год может стать наиболее удачным для компаний, действующих в областях мобильной связи и беспроводных технологий, нанотехнологий, биотехнологий и энергетики.

Европа серьезно нуждается в создании гомогенного рынка, на котором могут процветать компании мирового класса. Как было установлено политиками Евросоюза, европейская индустрия прямого и венчурного капитала находится в центре мер по достижению Лиссабонских целей роста, инновационного развития и конкурентоспособности. Развитие этой индустрии поддерживалось созданием и развитием набора стандартов и рекомендаций, разработанных при участии политиков и других заинтересованных сторон.

Предлагаемое вниманию читателя Специальное издание EVCA «Европейский рынок венчурного капитала: Новые горизонты» будет весьма интересным с точки зрения получения возможности приобщения к дискуссии о европейском рынке венчурного капитала и его достижениях. Эта дискуссия позволит выделить общие черты и различия между венчурными капиталистами и их подходами к созданию успешной компании в Европе, ознакомиться с некоторыми из множества успешно работающих инструментов и извлечь уроки из опыта основателей предприятий и профинансировавших их венчурных капиталистов.

Исполнительная Дирекция РАВИ

## Содержание

<b>Предисловие РАВИ</b> .....	5
<b>Список иллюстраций</b> .....	8
<b>Список таблиц</b> .....	9
<b>Предисловие</b> .....	10
<b>Резюме</b> .....	12
<b>1. Введение</b> .....	13
<b>2. Методология и выбор объектов исследования</b> .....	15
<b>3. Условия осуществления инвестиций венчурного капитала в Европе</b> .....	21
3.1. Структурные проблемы .....	21
3.2. Проблема уровня подготовки .....	29
3.3. Потенциал получения доходов и спираль взаимозависимости .....	33
<b>4. Примеры успеха венчурных инвестиций в Европе</b> .....	39
4.1. Характеристики успешных венчурных капиталистов .....	39
4.2. Основные факторы успеха инвестирования .....	53
4.3. Примеры успешных венчурных инвестиций .....	58
<b>5. Заключение и перспективы на будущее</b> .....	91
<b>6. Литература</b> .....	94
<b>7. Список сокращений</b> .....	96



## Список иллюстраций

- Рисунок 1 Средние величины выручки от IPO на один листинг в Европе и США
- Рисунок 2 Размещение мобилизованного венчурного капитала в Европе
- Рисунок 3 Проблемы, стоящие перед венчурным инвестированием в Европе
- Рисунок 4 Пирамида успеха венчурных капиталистов
- Рисунок 5 Значимость факторов успеха портфельных компаний

## Список таблиц

Таблица 1	Критерии отбора для интервьюирования венчурных капиталистов (ВК)
Таблица 2	Критерии отбора для интервьюирования портфельных компаний (ПК)
Таблица 3	Критерии отбора по странам для интервьюирования инвесторов (LPs)
Таблица 4	Выручка от IPO европейских и американских компаний
Таблица 5	Суммарные данные по IPO компаний на фондовых биржах за январь–июнь 2007 года
Таблица 6	Чистый доход инвесторов (LPs) европейских фондов прямых инвестиций, 2006 год (чистая IRR, %)
Таблица 7	Отзывы по поводу условий для венчурного инвестирования в Европе
Таблица 8	Характеристики венчурных капиталистов с различными уровнями деятельности

## Предисловие

После того как в 2001 году лопнул «технологический пузырь» и на европейском рынке венчурного капитала наступил период застоя, за последние четыре года наблюдается хотя и медленное, но неуклонное «выздоровление». За это время не только имели место несколько случаев выдающихся успехов профинансированных венчурным капиталом компаний и примечательных выходов, но также инвесторы – партнеры с ограниченной ответственностью (limited partners, LPs) начали все чаще посматривать в сторону европейского рынка венчурного капитала.

Ожидаемое распределение мобилизованных средств в фонды венчурного капитала более чем утроились – от 5,7 млрд евро в 2003 году до 17,5 млрд евро в 2006 году<sup>1</sup>. Хотя большая часть этих средств предназначалась для компаний, находящихся на стадии расширения (11,5 млрд евро), вполне солидная сумма в 6 млрд евро была направлена на развитие ранних стадий проектов. Аналогично, объемы венчурных инвестиций более чем удвоились – от 8,4 млрд евро в 2003 году до 17,3 млрд евро в 2006 году. Также появились признаки улучшения деятельности европейских венчурных фондов – в 2006 году среднегодовая чистая внутренняя норма доходности составила 17,2%<sup>2</sup>.

В контексте растущего европейского рынка венчурного капитала и появления все большего числа историй успеха, осенью 2006 года EVCA поручила Институту прямого инвестирования Лондонской школы бизнеса (LBS) в сотрудничестве с Центром изучения предпринимательства и финансов (CEFS) Технического университета Мюнхена провести исследование достижений европейского рынка венчурного капитала начиная с 2001 года.

---

<sup>1</sup> Ежегодник EVCA, 2007. Годовой обзор деятельности в сфере прямого и венчурного инвестирования в Европе.

<sup>2</sup> Годовой отчет Thompson Financial/BVCA по результатам деятельности в целом по Европе за 2007 год.

Цели исследования:

- Возродить и стимулировать дискуссию о европейском рынке венчурного капитала и его достижениях.
- Выделить общие черты и различия между венчурными капиталистами и их подходами к созданию успешных компаний в Европе.
- Показать некоторые из множества успешно работающих инвестиций и извлечь уроки из опыта основателей предприятий и профинансировавших их венчурных капиталистов.

EVCA надеется, что данная работа побудит ее членов и европейское венчурное сообщество в целом приступить к более интенсивным обсуждениям своих достижений, что в свою очередь заставит многих инвесторов более внимательно взглянуть на европейский рынок венчурного капитала. Более широкое обсуждение предоставит также возможность новым предпринимателям следовать успешным примерам создания бизнеса. Предпринимателям можно будет использовать Европу в качестве платформы для создания и выращивания предприятий на основе поддержки, которую они получат со стороны сильного сообщества венчурного капитала.

От имени EVCA, Института прямого инвестирования LBS и CEFS благодарю инвесторов, венчурных капиталистов и портфельные компании за уделенное время и ценный вклад. Без их участия этот проект не смог бы реализоваться.

Работа «Европейский рынок венчурного капитала: Новые горизонты» является не только результатом проводившегося более года исследования, но также способствовала появлению ряда новых направлений деятельности EVCA.

Жорж Ноэл (Georges Noël)

Директор Венчурной Платформы EVCA

## Резюме

В исследовании методичным образом задокументированы позиции инвесторов (партнеров с ограниченной ответственностью – limited partners, LPs), венчурных капиталистов и предпринимателей и их взгляды на тенденции и проблемы, существующие на европейском рынке ВК. Было выявлено, что интерес инвесторов к фондам венчурного капитала был очень низок по причине низких доходов от венчурных инвестиций. Однако наблюдающаяся тенденция к повышению количества благоприятных инвестиционных возможностей с разумными оценками стоимости компаний сможет исправить эту ситуацию.

Результаты исследования говорят о том, что перед европейскими венчурными капиталистами все еще стоят структурные барьеры в форме неоднородных предпочтений потребителей, скудных возможностей для осуществления выходов и мобилизации капитала и недостаточного количества крупных инвесторов – хотя в последнее время отмечается тенденция к улучшению ситуации.

Исследование показало, что успешные венчурные капиталисты стремятся создавать предприятия, способные развиваться в европейском или мировом масштабе, что повышает потенциал их прибыльности. Наиболее успешными оказались венчурные капиталисты, не только стремящиеся построить крупномасштабные предприятия, но также обладающие предпринимательским, промышленным и инвестиционным опытом, а также обширными связями в профессиональном сообществе.

## 1. Введение

В связи с тем, что в Европе доходы от венчурных инвестиций отстают от аналогичных показателей в США, было организовано широкое обсуждение причин создавшейся ситуации с целью найти способы создания более высокой стоимости в секторе ВК. С использованием этого обширного источника информации в исследовании была сделана попытка выявить факторы, лежащие в основе успехов европейских венчурных капиталистов (управляющих компаний, или фирм, венчурного капитала), а также более глубоко изучить некоторые основные проблемы, с которыми им приходится сталкиваться. В исследовании использованы внушающие доверие полученные эмпирическим путем данные, собранные специальными информационными службами, но основная ценность этой работы состоит в том, что в ней зафиксированы мнения и оценки тенденций развития данного сектора, высказанные его основными игроками.

Во время исследования проводился систематизированный опрос венчурных капиталистов и инвесторов, в ходе которого выяснялось их мнение о состоянии в Европе предпринимательской среды и мотивирования инвесторов к вложению капитала в венчурные инвестиции. Также проводились интервью венчурных капиталистов и предпринимателей с целью выявления основных причин успеха тех предприятий, которые приносили высокие доходы на осуществленные в них инвестиции. Понимание условий, в которых действует сектор венчурного инвестирования, и решающих факторов успеха конкретного предприятия поможет пролить свет на потенциальные возможности венчурного инвестирования в Европе.

Представленные в этом исследовании данные получены в результате анализа углубленных, частично систематизированных интервью 20 венчурных капиталистов (из 19 фондов), 7 инвесторов и 7 предпринимателей, осуществивших успешные выходы. Венчур-

ные капиталисты отбирались таким образом, чтобы услышать самые разнообразные мнения, связанные с различиями в размерах фондов, странах, где находятся фонды, географическом охвате их инвестиций (национальном, европейском, глобальном) и стадиях инвестиций. Интервью проводились преимущественно с институциональными венчурными капиталистами, имевшими портфель инвестиций, предназначенных для компаний на ранних стадиях развития. Путем опрашивания и сопоставления мнений трех ключевых групп заинтересованных участников – венчурных капиталистов, инвесторов и предпринимателей – в этом исследовании удалось создать целостную картину факторов, влияющих на достижение успеха на европейском рынке венчурного капитала.

Опрошенные инвесторы в настоящее время придерживаются нейтральных или почти негативных взглядов на такой класс активов, как венчурный капитал, из-за его довольно низкой доходности. Тем не менее инвесторы проявляют слабые проблески оптимизма, связанные с улучшением условий для осуществления выходов и заметным увеличением количества высококачественных инвестиционных возможностей с разумными оценками стоимости, что позволяет с большей надеждой взглянуть на сектор венчурного инвестирования. В результате анализа успешных выходов оказалось, что многие из инвестиций, осуществленных венчурными капиталистами с глобальными устремлениями и при наличии опытной управляющей команды, обладали высоким потенциалом доходности. В отчете эти вопросы будут детально обсуждаться наряду с прочими особенностями стратегии венчурного инвестирования и тех требований, которые инвесторы предъявляют к инвестициям.

## 2. Методология и выбор объектов исследования

Проводились интервью представителей трех различных целевых групп: европейских венчурных капиталистов, их портфельных компаний и инвесторов европейских венчурных фондов, целью которых было выяснение их мнения по поводу существовавших на тот момент и будущих направлений развития европейского рынка венчурного капитала. Кроме того, анализировались успешные инвестиции, осуществленные европейскими венчурными капиталистами в период после 2001 года.

Объекты для интервьюирования выбирались исходя из теоретических соображений, и отбор основывался на трех ведущих принципах. Во-первых, выбранные для сбора данных фонды должны были происходить из всех главных европейских стран и обладать различной географической направленностью. Во-вторых, поскольку характер работы и бизнес-модели компаний в разных отраслях неодинаковы, во время многоступенчатой процедуры отбора объектов учитывалась важность участия в исследовании венчурных инвестиций в различные промышленные отрасли. И, наконец, чтобы избежать включения в анализ одних только успешных инвестиций, в процедуре отбора к исследованию привлекались фонды, в которых уровни финансового возврата инвесторам соответствовали верхней, средней и нижней квартилям\* распределения. Все это делалось с целью создания гетерогенной представительной выборки опрашиваемых, чтобы можно было производить сравнения данных по различным категориям интервьюируемых объектов. Поскольку венчурные капиталисты могут различаться по масштабам своей деятельности, по направленности инвестирования на разные

---

\* Значение показателя, сгруппированные в верхней четверти (значение верхней квартили) или нижней четверти (значение нижней квартили) таблицы, в которой этот показатель по отдельным фондам расположен в определенном порядке. (Прим пер.).



стадии развития предприятий и в разные индустриальные сектора, а также по странам происхождения, в исследование вошли разнообразные категории в рамках каждого критерия выборки.

В качестве первого шага осуществлялся поиск европейских венчурных капиталистов на веб-сайте EVCA, сайтах национальных ассоциаций венчурного инвестирования, а также путем поиска в сети Интернет с помощью поисковика Google и на веб-сайтах компаний. Государственные и корпоративные венчурные капиталисты не включались в сферу исследования, поскольку их мотивации к инвестированию отличались от мотиваций независимых венчурных капиталистов. Благодаря сосредоточению внимания на независимых венчурных капиталистах, объектом анализа стали лишь те венчурные капиталисты, чьим основным мотивом к инвестированию являлось получение реализованного дохода. В пределах группы независимых венчурных капиталистов были отобраны представители различных предварительно обозначенных категорий. Был установлен контакт с 30 подходящими венчурными капиталистами, 10 из которых отклонили предложение об участии в исследовании.

С участием оставшихся 20 венчурных капиталистов удалось составить группу, удовлетворяющую критериям представительности по секторам индустрии, странам происхождения, инвестиционной направленности и возрасту фонда. В группу входили венчурные капиталисты глобального, пан-европейского и национального масштаба. Кроме того, в нее вошли венчурные капиталисты, занимающиеся инвестициями ранних стадий, стадий расширения и развития или теми и другими одновременно. Представлены были различные индустриальные сектора и страны происхождения. В табл.1 показаны более детально вошедшие в эту выборку категории.

При выборе для исследования компаний, профинансированных венчурным капиталом, преследовалась цель проведения парного интервьюирования венчурных капиталистов и представителей их

Таблица 1. Критерии отбора для интервьюирования венчурных капиталистов (ВК)

Масштаб деятельности		Инвестиционная стадия		Индустриальные сектора		Страна	
Категория	Число ВК	Категория	Число ВК	Категория	Число ВК	Категория	Число ВК
Глобальный	2	Ранние	18	Информационно-телекоммуникационные; СМИ	14	Бенелюкс	2
Европейский	5	Расширение-Развитие	14	Науки о жизни	7	Восточная Европа	2
Национальный	13			Экологически безопасные технологии	5	Франция	3
				Промышленное производство	1	Германия	4
				Другие	3	Италия	2
				Все	3	Северная Европа	4
						Испания	4
						Швейцария	2
						Соединенное Королевство	7

*Источник:* веб-сайты EVCA и компаний

*Примечание:* венчурные капиталисты соответствуют более чем одному критерию по признакам инвестиционной стадии, индустриального сектора и страны

портфельных компаний. Венчурных капиталистов просили рассказать об инвестициях, которые уже прошли стадию выхода. Отобранные компании осуществили выход в форме поглощения или IPO. Компании, проинвестированные венчурными капиталистами, опрашивались на втором этапе. Такая парность позволяла подойти к проблеме с разных точек зрения, что увеличивало достоверность получаемой информации, а также показать противоположные мнения. Поскольку эти интервью давались венчурными капиталистами, связанными с различными секторами, инвестиционными стадиями и странами, портфельные компании также распределялись по некоторым из этих критериев. Суммарно были опрошены представители семи получивших венчурное инвестирование компаний. Данные по этому опросу приведены в табл. 2.

**Таблица 2. Критерии отбора для интервьюирования портфельных компаний (ПК)**

Тип выхода		Индустриальные сектора		Страна	
Категория	Число ПК	Категория	Число ПК	Категория	Число ПК
IPO	3	Информационно-телекоммуникационные; СМИ	3	Германия	3
Прямая продажа	4	Науки о жизни	2	Италия	1
		Энергетика	1	Северная Европа	1
			Финансовые услуги	1	Швейцария
Источники: веб-сайты компаний, интервью				Соединенное Королевство	1

Кроме того, были опрошены семь инвесторов, занимающихся вложением своих средств в европейские венчурные фонды. В исследовании принимали участие как крупные известные инвесторы, так и более мелкие, специализированные. Основным намерением

было выяснение их взглядов на тенденции на европейском рынке венчурного капитала на макро-уровне и получение их оценки деятельности всего многообразия венчурных капиталистов.

Проводились частично систематизированные интервью всех трех целевых групп. Три анкеты-опросника состояли из вопросов, не ограничивающих условия ответа, что позволяло опрашиваемым свободно выражать свои мнения и впечатления. Кроме того, туда входили вопросы с заранее определенными ответами и возможностью их выбора. Это позволяло производить сравнения результатов различных интервью.

**Таблица 3. Критерии отбора по странам для интервьюирования инвесторов (LPs)**

Категория	Число LPs
Бенелюкс	2
Франция	1
Германия	1
Швейцария	1
Соединенное Королевство	2
<i>Источник: веб-сайты компаний, интервью</i>	

Были использованы три различные анкеты-опросника, каждая из которых была специально предназначена для опрашиваемой группы. В них были включены разделы, где анкетировалось мнение опрашиваемого по поводу тенденций на европейском рынке венчурного капитала, а также фиксировался его профессиональный опыт. Кроме того, опросник для венчурного капиталиста содержал вопросы относительно успехов отдельных инвестиций из его инвестиционного портфеля. Венчурным капиталистам предлагалось конкретно рассказать о своем самом успешном выходе начиная с 2001 года. В опросник были включены также пункты по поводу причин успеха этой портфельной компании и о вкладе венчурного капиталиста в успех. В анкете для портфельных компаний была отражена та же тема. Управляющих портфельной компанией спра-

шивали об их взглядах на ключевые факторы успеха и на роль венчурного капиталиста в этом процессе.

Интервью записывались на пленку и расшифровывались. В трех случаях опрашиваемые не дали своего разрешения на запись интервью. Интервьюеры делали уточняющие пометки во время всех интервью и расшифровывали их после окончания опроса. Каждое интервью длилось от 50 до 90 минут. В сумме на интервью в различных группах ушло более 35 часов. Данные, полученные в ходе интервью, были дополнены вспомогательными материалами, включая взятые из таких источников, как *Dow Jones Venture One*, *Thomson Venture Xpert*, *Venture Business Research*, из информации, размещенной на веб-сайтах компаний и других свободно доступных источников, например из статей, опубликованных в прессе.

### 3. Условия осуществления инвестиций венчурного капитала в Европе

В Европе условия, определяющие деятельность в сфере венчурного инвестирования, продолжают эволюционировать и в последние годы, вслед за наступившим после 2001 года затишьем, проявляют признаки улучшения. Отношение к рынку – как венчурных капиталистов, так и инвесторов – изменилось от отчетливо негативного к выражающему разные степени оптимизма. И все-таки, несмотря на появление в венчурных кругах некоторого осторожного оптимизма, опрошенные инвесторы и венчурные капиталисты признавали, что европейский рынок венчурного капитала продолжает «страдать» как от неразвитости структуры, так и от недостаточных потенциальных возможностей, а также присущего ему низкого уровня доходности. В целом результаты опроса показали, что на европейском рынке венчурного капитала существуют три основные проблемы: (1) неоднородность в языках, культуре и потребительских предпочтениях по всем европейским рынкам, которая ограничивает развитие масштабного бизнеса; (2) недостаточные, хотя и улучшающиеся, возможности для осуществления выходов – как путем IPO, так и прямых продаж; (3) недостаточное количество крупных институциональных инвесторов, вкладывающих свои средства в фонды венчурного капитала, и относительно слабо развитые условия для мобилизации капитала в целом. Кроме того, в этих интервью выяснились проблемы, связанные с потенциальными возможностями (уровнем подготовки) венчурных капиталистов и предпринимателей.

#### 3.1. Структурные проблемы

Неоднородность в языках, культуре и потребительских предпочтениях по всем европейским рынкам создает целый ряд проблем для существующих моделей венчурного инвестирования. Эта неоднородность затрудняет вхождение в многочисленные европейские рынки и работу на них, поскольку потребительские предпочтения

в каждой стране могут требовать изменения «под себя» стратегии маркетинга – таким образом, к управляющей команде предъявляются дополнительные существенные требования. Вследствие этого, европейским венчурным капиталистам зачастую труднее построить динамично растущее предприятие, обслуживающее какие-то потребительские сегменты в масштабах Европы, чем создать аналогичную компанию на таком гомогенном рынке, как в США.

Вышесказанное имеет два важных последствия для рынка венчурного капитала. Во-первых, компаниям-стартапам трудно расширять свою деятельность в другие европейские страны, поскольку потенциал роста компаний, профинансированных венчурным капиталом, там может быть ограничен. Следовательно, для венчурных капиталистов может оказаться затруднительным находить целевые компании с бизнес-моделью, рассчитанной на экспансию, которая дает возможность достижения высоких темпов роста, необходимых для соответствующей оценки компании при выходе.

Во-вторых, поддержку, оказываемую венчурными капиталистами своим портфельным компаниям, также не всегда возможно распространять через границы различных европейских стран. Для того чтобы помочь портфельной компании выйти на международный уровень, необходимо знание не только отечественного рынка, но и рынков других стран. В нескольких примерах успеха, проанализированных в данном исследовании, показано, что отдельные европейские страны обладают достаточно развитыми отечественными рынками, которые обеспечивают условия для роста компаний. В зависимости от индустриального сектора, интернационализация может быть необязательной для достижения требуемого роста, поскольку отечественный рынок способен предоставлять вполне достаточную базу для получения большой прибыли. Тем не менее ограничения, накладываемые существованием в Европе различий географического и потребительского порядка, приводят к трудностям в нахождении бизнес-моделей, рассчитанных на расширение производства и высокий потенциал роста.

Недостаточно развитые условия для осуществления выходов через вторичные рынки капитала хотя и улучшились после 2001 года, но все еще далеко не блестящи. После 2001 года интерес инвесторов к технологическим компаниям, зарегистрированным на публичных рынках капитала, угас, и, как следствие, в 2003 году оценка этих компаний достигла самого низкого уровня. Из-за потери интереса и снижения оценок IPO перестало являться приемлемым способом выхода для большинства профинансированных венчурным капиталом компаний. В последние годы, однако, обстановка вокруг IPO в Европе существенно улучшилась, с заметным позитивным сдвигом во втором квартале 2007 года. Табл. 4 демонстрирует оживление выходов путем IPO среди европейских и американских компаний.

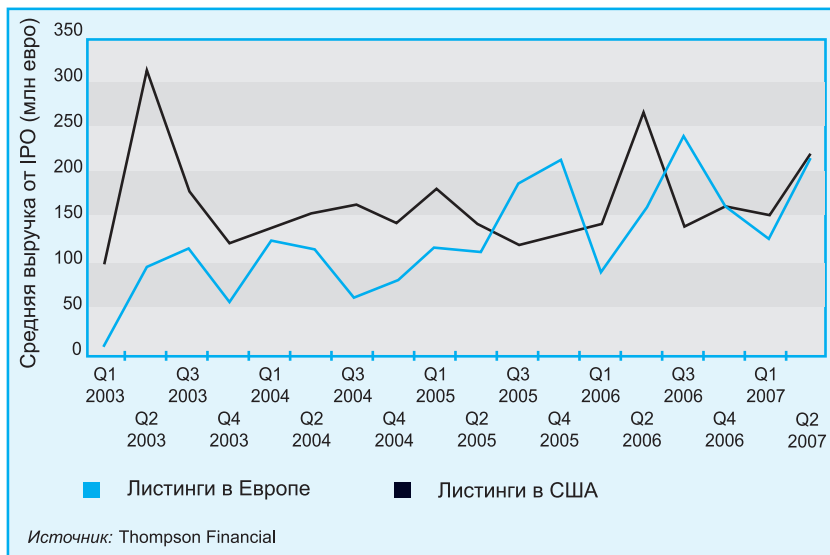
**Таблица 4. Выручка от IPO европейских и американских компаний**

Дата выхода компании на IPO	Выручка в Европе (млн евро)	Число размещений в Европе	Средняя выручка в Европе (млн евро)	Выручка в США (млн евро)	Число размещений в США	Средняя выручка в США (млн евро)
Q1 2005	6633	57	116	7998	44	182
Q2 2005	12 425	109	114	6427	45	143
Q3 2005	9794	52	188	7983	67	119
Q4 2005	21 982	102	216	6868	51	135
Q1 2006	8011	91	88	5988	42	143
Q2 2006	21 787	138	159	13 659	51	268
Q3 2006	19 114	79	245	4365	32	136
Q4 2006	27 634	171	166	11 724	71	165
Q1 2007	10 671	85	126	6331	42	151
Q2 2007	31 862	144	221	12 617	57	221

*Источник:* Thompson Financial  
*Примечание:* география данных определялась по той стране, где находилась штаб-квартира выпускающей компании, независимо от расположения целевого рынка. Данные по Европе объединяют IPO компаний, находящихся в Европе, включая Центральную и Восточную Европу



**Рисунок 1. Средние величины выручки от IPO на один листинг в Европе и США**



На рис. 1 представлена динамика средних значений выручки, полученной европейскими и американскими компаниями в результате IPO за последние пять лет. Средняя величина доходов, полученных в результате IPO в Европе, увеличилась от 6 млн евро в первом квартале 2003 года до 221 млн евро во втором квартале 2007 года.

Несмотря на то, что за последние два года имело место несколько успешных IPO компаний, профинансированных венчурным капиталом, все еще широко бытует мнение, что IPO следует применять лишь выборочно, при наличии достаточно убедительных данных по развитию финансовых показателей компании. Некоторые венчурные капиталисты считают, что для того, чтобы достигнуть достаточной ликвидности, необходимо регистрировать компании на своих отечественных рынках. В табл. 5 представлены данные по IPO, осуществленным европейскими компаниями на фондовых

биржах Европы, и их доходы за первую половину 2007 года. Однако другие венчурные капиталисты и их инвесторы полагают, что NASDAQ по-прежнему остается рынком, обеспечивающим удовлетворительную ликвидность для молодых технологических компаний.

**Таблица 5. Суммарные данные по IPO компаний на фондовых биржах за январь–июнь 2007 года**

Фондовая биржа	Доходы (млн евро)	Число IPO
London	19 488,3	28
Российская Торговая Система	8074,1	8
Frankfurt	5055,4	25
London AIM	4082,6	61
Istanbul	2087,0	6
Madrid	1844,2	4
Irish Stock Exchange	1594,9	2
Mercado Cn	1588,7	3
Milan	1505,8	3
Euronext Paris Premier Marche	1414,6	10
Vienna	921,4	4
Oslo	795,9	13
Milan Star	723,8	6
Warsaw	570,6	11
Nasdaq	473,1	3
Swiss Stock Exchange	444,0	5
Milan Expandi	436,8	6
Другие	1731,2	34
<i>Источник:</i> Thomson Financial		
<i>Примечание:</i> по причине двойных листингов суммарные цифры по биржам не соответствуют поквартальным цифрам IPO		

Существует разделяемое многими мнение, что по причине более низких в Европе затрат на управление и связанных с ними затрат

на проведение IPO европейские фондовые биржи становятся более привлекательными для малых технологических компаний по сравнению с американскими. Например, в США расходы на достижение соответствия положениям закона Сарбейнс-Оксли\* по управлению тяжким грузом ложатся на малые публичные компании. В ходе проведенных интервью выяснилось, что подобные расходы на достижение соответствия правилам американских бирж чрезмерно высоки для малых компаний; таким образом, возрастает вероятность того, что малые профинансированные венчурным капиталом компании продолжают свои поиски капитала за пределами США. Это могло бы оказать положительное влияние на развитие условий для осуществления выходов в Европе. Тем не менее, существующие данные не свидетельствуют о том, что значительное число американских фирм регистрируются на европейских фондовых биржах, также не говорят они и о том, что европейские листинги в среднем приносят большие доходы, чем листинги в США.

**Рынок прямых продаж в Европе** также производит впечатление более слабого по сравнению с рынком США. Опросы показали, что крупные европейские корпорации менее расположены платить стратегические цены технологическим компаниям по сравнению со своими американскими коллегами. Однако за последние два года по всем промышленным секторам Европы прошла череда успешных прямых продаж. В целом рынок слияний и поглощений (M&A) кажется более оживленным в последние годы в связи с ростом интереса со стороны крупных корпораций.

**Ситуация в отношении мобилизации венчурного капитала в Европе** ощущается как относительно слабая по сравнению с США, хотя и отмечаются некоторые признаки улучшения. Из опросов венчурных капиталистов обнаружилось, что многим европейским венчурным капиталистам было трудно мобилизовывать новые средства. Инвесторы стараются избегать высокорисковых

---

\* Закон США 2002 года, значительно ужесточающий требования к финансовой отчетности корпораций. (Прим. пер.).

инвестиций в Европу. Результаты опросов не выявили заметных улучшений по сравнению с исследованием EVCA 2006 года<sup>3</sup>, в котором опрошенные инвесторы говорили о том, что вяло протекающая деятельность (81%) и негативный опыт, полученный по результатам бума (36%), являются главными причинами их сомнений относительно помещения своих средств в этот сектор. Инвесторы отметили, что доходы на венчурные инвестиции отставали от других классов активов, и их точка зрения на инвестиции была либо нейтральной, либо, в некоторых случаях, ближе к негативной. Инвестиции в выкупы на поздних стадиях развития компаний до сих пор позволяли получать существенно более высокие прибыли, чем от венчурных инвестиций. Однако даже здесь инвесторы выражали обеспокоенность по поводу рынка выкупов поздних стадий и рисков, связанных с высокими ставками процента и трудностями в поиске коммерчески интересных сделок.

В табл. 6 показана результативность (чистая внутренняя норма доходности для инвесторов) европейских фондов выкупа и венчурных фондов, сформированных после 1980 года. За последний год доходы от венчурных инвестиций в среднем увеличились и проявляют признаки своей стабилизации. Например, доходы за год всех фондов венчурного капитала увеличились до 17,2% по сравнению с 5%-ной средней величиной за три года. Рост доходов и улучшение денежных потоков и общей экономической перспективы в Европе могут объяснить, почему венчурные капиталисты достигли существенно лучших результатов мобилизации нового капитала для инвестиций (см. рис. 2). В 2006 году инвестиции со стороны инвесторов – партнеров с ограниченной ответственностью (LPs) в европейские фонды венчурного капитала возросли до 17,5 млрд евро от 10,9 млрд евро в 2005 году. В некоторых интервью инвесторы говорили о том, что могут улучшить свое отношение к венчурным инвестициям.

---

<sup>3</sup> EVCA (2006): EVCA Barometer May 2006.

**Таблица 6. Чистый доход инвесторов (LPs) европейских фондов прямых инвестиций, 2006 год (чистая IRR, %)**

Нацеленность инвестиций	1-й год	3-й год	5-й год	10-й год	20-й год
Ранняя стадия	5,7	2,3	-4,7	-1,1	0,0
Стадия развития	2,4	6,9	1,2	7,1	8,5
Сбалансированный фонд	35,3	6,6	-1,8	7,9	8,1
<b>Весь венчурный капитал</b>	<b>17,2</b>	<b>5,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>
Выкупы	29,6	15,3	8,3	14,3	14,4
Фонд широкого профиля	98,6	15,8	5,9	10,0	9,8
<b>Все прямые инвестиции</b>	<b>36,1</b>	<b>13,0</b>	<b>5,4</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>
<i>Источник: Thomson Financial/EVCA, обновлено 31 декабря 2006 года</i>					

Дефицит крупных инвесторов является другой проблемой, отрицательно влияющей на европейских венчурных капиталистов. В США значительная доля средств, инвестированных в венчурный капитал, поступает от пенсионных и дарственных фондов; подобный класс институциональных инвесторов отсутствует во многих европейских странах. В некоторых странах существуют правовые требования, строго ограничивающие инвестиции в венчурный капитал со стороны инвесторов определенных типов. Например, в Германии страховым компаниям разрешается помещать в высокорисковые прямые инвестиции лишь ограниченные суммы.

В Европе капитализация институциональных инвесторов не так велика, как в США, и их традиции инвестирования в компании венчурного капитала не такие давние. Относительно низкий интерес к венчурному инвестированию в Европе отечественных институциональных инвесторов может служить сигналом для иностранных инвесторов воздерживаться от инвестирования в этот класс активов.

Все эти структурные факторы участвуют в формировании окружения, затрудняющего мобилизацию капитала в Европе, умень-

шая тем самым количество средств, выделяемых на венчурные инвестиции, возможно, влияя при этом в большей степени на национальных венчурных капиталистов, чем на глобальных или пан-европейских.

**Рисунок 2. Размещение мобилизованного венчурного капитала в Европе**



### 3.2. Проблема уровня подготовки

Кроме структурных проблем, влияющих на ситуацию на рынке венчурного капитала, имеют значение существенные различия в уровне подготовки и качестве венчурных капиталистов и предпринимателей. В ходе опросов инвесторы (LPs) отмечали, что по сравнению с более зрелыми рынками, такими как в США, в Европе находится гораздо больше начинающих венчурных капиталистов и управляющих команд предприятий.

В то же время существует мнение, что количество инвестиционных возможностей с разумными первоначальными оценками стоимости компаний больше в Европе, чем в США. По мере увеличения в Европе числа серийных предпринимателей и количества убедительных инвестиционных возможностей растут и перспективы жизнеспособности моделей венчурного инвестирования.

**Европейский рынок венчурного капитала относительно молод.** Исключением считается Соединенное Королевство, обладающее длительной историей венчурного инвестирования, вследствие чего в настоящее время в Соединенном Королевстве рынок венчурного капитала является более зрелым, чем в континентальной Европе, в которой многие профессионалы изменили развитие своей карьеры в сторону венчурного капитала во время бума конца 1990-х годов. Инвесторы отмечали, что избыток денежных средств и интерес правительств к активному участию в венчурном финансировании позволили неопытным людям стать венчурными капиталистами. Поскольку многие из них перед этим работали в банковской, бухгалтерской или консалтинговой областях, им часто не хватало знаний и опыта в технологических областях и в сфере предпринимательства. Таким образом, возможности этих венчурных капиталистов способствовать увеличению стоимости компаний были ограничены.

Как заметил один из инвесторов, «... В Европе не те люди пришли работать в венчурный бизнес, многие из них в прошлом работали бухгалтерами, в противоположность тому, что наблюдается в США, где партнер, как правило, имеет опыт в технологической сфере или в продажах и маркетинге. Теперь положение меняется, поэтому мы и инвестируем, потому что мы надеемся, что дальше будет лучше, поскольку модель меняется...».

В процессе прохождения полного цикла финансирования для большинства венчурных капиталистов обычно появляются широкие возможности к улучшению своей инвестиционной стратегии, углублению понимания того, какая из этих возможностей является

наиболее эффективной, и определению механизмов, которые позволят увеличить стоимость их портфельных компаний.

Отмечается тенденция к уменьшению излишнего количества фирм венчурного капитала. После окончания бума в 2001 году участники рынка венчурного капитала стали свидетелями того, как значительное число игроков покинули поле венчурной индустрии. Неудачным венчурным капиталистам за последние годы стало все труднее мобилизовать новые фонды. Хотя в Европе уже имеется ряд очень успешных венчурных капиталистов, которые обогатили свой опыт и в состоянии генерировать исключительно высокие доходы, как инвесторы, так и венчурные капиталисты ожидают, что укрепление индустрии венчурного капитала в ближайшем будущем продолжится.

В ходе интервью многие венчурные капиталисты сообщили, что в ближайшие 5–10 лет они ожидают значительного сокращения в Европе числа венчурных капиталистов, активно занимающихся инвестициями ранних стадий, от более чем 300 до менее чем 200. Хотя цифры сильно различаются, большинство инвесторов сходятся на том, что не более 100 венчурных капиталистов отвечают их инвестиционным критериям. Некоторые инвесторы предполагают, что уменьшение числа венчурных капиталистов положительно скажется на увеличении их возможностей к созданию добавленной стоимости, что в свою очередь увеличит последующие доходы и приведет к оживлению и бурному развитию в Европе индустрии венчурного капитала.

Увеличение за последние годы числа серийных предпринимателей в Европе предполагает, что рост числа предпринимателей с опытом создания стартапов повлечет за собой увеличение количества инвестиционных возможностей. Участники опросов отмечали, что, хотя есть и исключения, в целом в Европе не существует культуры предпринимательства, которая позволила бы правильно оценивать неудачи стартапов. Потерпевшая неудачу компания-стартап все еще широко воспринимается как провал, а не как возможность по-



**учиться на неудачном опыте.** До сих пор немногие предпочитают быть предпринимателем, а не управляющим крупной корпорации, – ментальность, которая начала изменяться. Большинство венчурных капиталистов выделяют качество управляющей команды как основной момент при принятии ими решения об инвестиции. В Европе существует много успешных профинансированных венчурным капиталом компаний, что указывает на улучшение предпринимательских способностей управляющих команд.

Один из инвесторов так обрисовал эту ситуацию: «... *История меняется... Рынок делается более опытным, у нас появляется все больше опытных венчурных капиталистов, имеющих больше навыков, но что важно и что мы заметно ощущаем в среде наших портфельных компаний – стало больше предпринимателей, идущих по второму кругу...*».

Во всех интервью звучала тема существенного увеличения в Европе количества инвестиционных возможностей. Один лондонский венчурный капиталист заметил, что «... *Нам приходится встречаться с бóльшим количеством хороших возможностей, чем мы можем проинвестировать. У нас отличный поток сделок...*».

Однако Европа все еще отстает от США по числу созданных в стенах университетов инновационных компаний – «спиноффов» (spin-offs, или spin-outs). С некоторыми исключениями, такими как Imperial College London, Cambridge и Leuven, большинство европейских университетов создают на удивление мало успешных спиноффов. Организации по трансферу технологий в этих университетах часто слабо развиты, и поддержка сотрудников университетов в деле создания таких инновационных компаний ограничена<sup>4</sup>. Кроме того, среди преподавателей и исследователей университетов обычно отсутствует культура предпринимательства, что мешает выходу инновационных компаний за пределы университетов.

---

<sup>4</sup> Wright, M., Clarysse, B., Mustar, P., Lockett, A. 2007. Academic entrepreneurship in Europe. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Недавно усилившееся в ряде стран внимание к технологическому трансферу, возможно, в ближайшие пять-десять лет постепенно исправит ситуацию с отделением от университетов технологически-ориентированных компаний, что, вероятно, будет содействовать созданию технологически-ориентированных инвестиционных возможностей в таких областях, как науки о жизни и прикладная (инженерная) физика.

### *3.3. Потенциал получения доходов и спираль взаимозависимости*

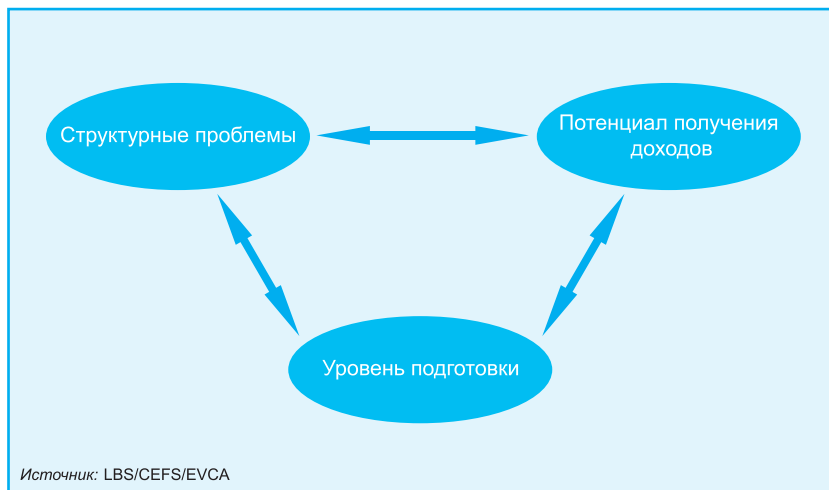
В Европе растет потребность в капитале для финансирования сделок. Наряду с меньшим в целом числом европейских венчурных капиталистов и при меньшем количестве доступных средств по сравнению с США, существует вполне жизнеспособная комбинация доступного капитала и имеющихся инвестиционных возможностей. Венчурные капиталисты и инвесторы приходят к общему выводу о том, что, хотя возможностей для инвестирования и меньше (в абсолютных показателях) по сравнению с США, но и венчурных капиталистов, ищущих хорошие возможности для сделок, в Европе тоже меньше. Также многие инвесторы указывали на то, что оценки в американских инвестициях стали слишком завышенными, так что, скорее всего, уровень последующих доходов будет неудовлетворительным.

Следовательно, как отмечали многие инвесторы и венчурные капиталисты, первоначальная оценка компаний в Европе находится под меньшим давлением, чем в США. Это, вероятно, может дать европейским венчурным капиталистам конкурентное преимущество над их американскими коллегами в процессе мобилизации капитала, когда качество их работы тоже возрастет. В Европе растущее количество инвестиционных возможностей и улучшение мобилизации капитала (рис. 2) предвещает увеличение доходов инвесторов от ввода капитала, осуществленного в последние годы.

Из-за того, что на европейском рынке венчурного капитала меньше игроков, чем на рынке США, увеличение количества инвестиционных возможностей повышает вероятность, что в Европе венчурные капиталисты осуществят инвестиции при более правильной начальной оценке компаний, что, вероятно, приведет к более высоким мультипликаторам выхода. Европейский рынок, таким образом, можно рассматривать в качестве – как назвал бы его экономист – «несовершенного» (развивающегося) рынка, где венчурные капиталисты могут подобрать подходящие для них варианты инвестиций в инновационные компании. На таких рынках существует большой потенциал к достижению дополнительных доходов, которых, как это показали лучшие европейские венчурные капиталисты, можно добиться. Однако, как отмечают инвесторы, имеется много посредственных и плохо работающих венчурных капиталистов, что приводит к снижению средних цифр доходов от венчурного инвестирования по Европе до уровня, гораздо более низкого, чем в США. На рис. 3 представлены три главных момента, которые, по мнению опрошенных, определяют существующие в Европе условия для венчурного инвестирования: структурные проблемы, проблема уровня подготовки венчурных капиталистов и потенциал получения доходов инвесторов.

Обнаруживается своего рода «спираль взаимозависимости» между структурными проблемами, уровнем подготовки венчурных капиталистов и доходами, созданными путем венчурного инвестирования в Европе. Можно ожидать, что если упрочение рынка венчурного капитала продолжится, то доходы увеличатся. По мере расширения возможностей венчурных капиталистов и появления большего количества серийных предпринимателей в Европе, виток спирали к высоким доходам будет подниматься. Кроме того, позитивное воздействие может оказывать снижение таких структурных барьеров, как неблагоприятные условия осуществления выходов или мобилизации капитала. Потенциально это может поднять виток спирали к высокой доходности венчурных инвестиций.

### Рисунок 3. Проблемы, стоящие перед венчурным инвестированием в Европе



Однако имеется также вероятность и разрушения спирали взаимозависимости – наступления спада. Неудовлетворительные условия осуществления выходов могут привести к снижению доходов от венчурных инвестиций, что помешает процессу снятия структурных и связанных с недостаточным уровнем подготовки барьеров, а это еще больше снизит доходы, приносимые европейским венчурным капиталом. Один инвестор сказал: «... (Окружающие условия) уже изменились, но очень слабо. Я думаю, что в прошлом году мы достигли самой нижней точки, я говорю о конце 2005 / начале 2006 года, и сейчас мы еще только очень медленно выкарабкиваемся оттуда. Вероятно, нам, я боюсь, понадобится еще пара лет, чтобы действительно заинтересовать людей. Я надеюсь, тогда окажется достаточно инвесторов, верящих в рынок. Сейчас идет процесс выхода фирм из бизнеса из-за спада деловой активности, и хороших фирм венчурного капитала остается все меньше, но я думаю, что в конце концов все образуется...».

Таблица 7. Отзывы по поводу условий для венчурного инвестирования в Европе

Вопрос	Отношение венчурных капиталистов (VCs) (число отзывов)					
	Среднее	Очень позитивное	Позитивное	Нейтральное	Негативное	Очень негативное
1: Количество инвестиционных возможностей	2,1	4	11	2	-	1
2: Условия для осуществления выходов	2,2	3	9	5	-	-
3: Интерес со стороны LPs	3,2	3	2	2	6	3
<b>Отношение инвесторов (VCs) (число отзывов)</b>						
1: Условия для венчурного инвестирования в Европе	3,2	-	1	2	2	-
2: Условия для осуществления выходов	3,0	-	1	3	1	-
3: Привлекательность Европейских VCs по сравнению с VCs США	4,0	-	-	-	5	-
<i>Источник: LBS/CEFS/EVCA</i>						
<i>Примечание: эти вопросы выяснялись не во всех интервью</i>						

В табл. 7 просуммированы ответы венчурных капиталистов и инвесторов на вопросы, касающиеся условий для осуществления венчурных инвестиций в Европе: 85% из 18 венчурных капиталистов, принявших участие в этом опросе, оценивали положительно или очень положительно количество инвестиционных возможностей; 71% венчурных капиталистов дали позитивную оценку условиям для осуществления выходов. В ответах на вопрос об интересе со стороны инвесторов отмечались существенные различия, когда несколько венчурных капиталистов дали очень позитивную оценку, но большинство (56%) оценили эти условия негативно и очень негативно. Эти результаты сочетаются с результатами опросов, где инвесторы делают единодушный выбор – уменьшить число венчурных капиталистов, под управление которых они помещают свои средства, ограничив свое общение лишь теми венчурными капиталистами, которые, по их мнению, являются более опытными и специализирующимися в конкретных областях.

Опрошенные инвесторы высказали несколько иные мнения. Разброс в ответах инвесторов был значительно меньше, чем в ответах венчурных капиталистов. В отношении условий для венчурного инвестирования в Европе и условий для осуществления выходов оценка в среднем была нейтральной. По поводу привлекательности европейских венчурных капиталистов по сравнению с американскими, было высказано скорее негативное мнение.

Один из лондонских инвесторов прокомментировал это следующим образом: *«... Я думаю, что европейцы представляют себе перспективы получения фантастических доходов на рынках США в слишком розовом цвете. Когда вы говорите с американскими институциональными инвесторами, вы обнаруживаете, что их дела идут вовсе не так уж хорошо, и если вы не из числа лучшей пятерки или лучшей десятки имен – куда вам, на самом деле, никогда не попасть – то на остальной части рынка все вовсе не так замечательно. Что же касается среды, инфраструктуры, знаний – в этом рынок США намного более зрелый, и рынок выходов на-*

*много более динамичный, чем здесь. Является ли он более хорошим рынком венчурного капитала? Ответ будет «Да». Это зрелый и ликвидный рынок выходов...».*

Еще в одном интервью другой инвестор заметил: «... В среднем, в США венчурный капитал составляет 13%, а выкупы – около 9%. У нас, в Европе, это выглядит иначе: 12% приходится на долю выкупов и 8% на долю венчурного капитала, что в действительности неправильно, если подходить к этому с точки зрения соотношения рисков и доходности...». Другой инвестор подвел под этим черту: «... Европейские венчурные капиталисты все еще должны добиваться желаемого. Я не говорю, что они не могут добиться желаемого, потому что у нас есть поводы для некоторого оптимизма, но я думаю, что эта индустрия все еще испытывает трудности...».

## 4. Примеры успеха венчурных инвестиций в Европе

Мы описали те проблемы структурного характера и потенциальных возможностей, которые, как показали результаты интервью, влияют на деятельность европейских венчурных капиталистов. Эти факторы помогают объяснить относительно низкий уровень доходов в Европе по сравнению с США. Несмотря на в среднем более низкие доходы в индустрии, лучшие игроки на европейском рынке венчурного капитала действительно в состоянии генерировать исключительно высокие доходы для своих инвесторов. Были опрошены как самые успешные венчурные капиталисты, так и те, которые сумели получить для своих инвесторов доходы среднего уровня и даже неудовлетворительные. В ходе интервью большое внимание уделялось изучению вклада венчурных капиталистов в портфельные компании. В этом контексте венчурные капиталисты рассказывали об основных чертах своего цикла финансирования, о своей бизнес-модели и ее применении на практике. На основании этих интервью изучались (методом анализа паттерна – pattern analysis) черты, общие для венчурных капиталистов, разбитых на группы с высоким, средним и низким уровнем успешности своей работы. В результате этого анализа были выявлены три фактора, лежащие в основе успеха венчурного капиталиста, а именно: опыт, целеустремленность и наличие необходимых внешних ресурсов. Эти беседы были тщательно проанализированы, а полученные данные были сгруппированы по отдельным темам, по каждой из которых было составлено описание примеров.

### 4.1. Характеристики успешных венчурных капиталистов

Огромное значение в индустрии венчурного капитала придается предпринимательскому опыту, опыту работы в конкретной отрасли



промышленности и опыту в осуществлении инвестиций. Понятие «умных денег» относится к той добавленной стоимости, которую венчурный капиталист привносит в свои портфельные компании. Примером этой очень важной деятельности является правильное определение стратегии бизнеса компании и ее целей путем принятия на себя роли «просвещенного скептика» (sounding board), который внимательно вникает во все проблемы компании и дает ценные советы управляющей команде. Такие ключевые стратегические решения, как вхождение в новые рынки или наем новых руководящих сотрудников подробно обсуждаются с венчурным капиталистом. Во многих случаях венчурные капиталисты являются глубоко вовлеченными в процесс поиска и найма новых топ-менеджеров, в особенности исполнительных директоров (СЕО) и старших менеджеров по продажам и финансам. Кроме того, поддержка во время обсуждения будущих этапов финансирования с привлечением внешних венчурных капиталистов рассматривается как очень важная помощь портфельной компании. Вместе взятые, эти умения помогают увеличить успех предприятия и, таким образом, могут увеличить доходы от венчурных инвестиций. В ходе опросов были названы разные типы знаний и опыта, необходимые венчурным капиталистам для выполнения этой задачи. Ими являются следующие:

- предпринимательский опыт;
- опыт работы в промышленности;
- опыт в осуществлении инвестиций.

В ходе анализа результатов опросов было обнаружено, что большинство плохо работающих венчурных капиталистов были менее опытными, как в вопросах функционирования портфельной компании, так и в других, менее значимых аспектах ее развития. Опыт работы в компании-стартапе и в промышленности оказался важным для развития и вывода продукта или услуги на рынок и

### Пример №1

Предпринимательский опыт венчурного капиталиста, его опыт работы в промышленности и опыт в осуществлении инвестиций позитивно влияют на его способность привносить добавленную стоимость в компании и, как следствие, на успех его портфельных компаний.

*«... Просто зная по опыту, что – работает, а что – не работает, и стараясь поделиться этим опытом с предпринимателями, чтобы убедиться, что они не совершают тех же ошибок, которые мы делали в прошлом [...]. Успех компании не упадет на вас с неба, о чем вы узнаете, однажды проснувшись утром. Это огромная кропотливая работа, которую вы делаете правильно. [...] Мы можем помочь, мы стараемся дать нашим предпринимателям конкурентные преимущества и рассказать им наиболее рациональные способы...».*

*Партнер, венчурный капиталист С*

*«... Это мечта предпринимателя – делать все самому, но, к сожалению, это больше невозможно, так как вам необходимы «узкие специалисты» и вам нужны люди с реальным опытом в этой индустрии...».*

*Партнер, венчурный капиталист D*

*«... Честно говоря, если вы не прошли через пару циклов и не видели успехов и провалов, вы еще не вполне сформировавшийся инвестор. Неудачи намного полезнее в смысле приобретения опыта, чем успехи...».*

*Партнер, венчурный капиталист К*

*«...Я думаю, мы отличаемся от остальных венчурных капиталистов тем, что мы пришли из промышленности. Мы все инженеры, мы работали либо в стартапах, либо в технологических компаниях до того, как мы начали инвестировать. Я думаю, что это был уникальный и ни на что не похожий опыт, когда мы создали фонд...»*

*Партнер, венчурный капиталист С*

во многих случаях – в позиционировании продукта в верно выбранном потребительском сегменте. Не менее важным оказался опыт установления рабочих отношений с предпринимателем, необходимых для того, чтобы с пониманием вникнуть в процесс принятия управляющей командой трудных решений во время переходного периода в управлении или во время сложных промышленных циклов, приняв на себя роль помощника или наставника.

По мнению инвесторов, опыт венчурного капиталиста в осуществлении инвестиций является одним из важнейших условий успешного проведения процесса мобилизации капитала. Выдающийся инвестор заметил: *«... Мы обращаем внимание на уровень знаний в данной области. Вам необходимо хорошо знать также, что нужно сделать – это практический опыт. И наконец – это инвестиционный опыт. Вот три важные составляющие успеха...»*.

Другой инвестор говорил о важности опыта инвестирования и работы с портфелями: *«... Вам следует с особой тщательностью организовывать инвестиционные раунды и управлять денежными потоками. Этот бизнес основан на эффективности капитальных вложений: войти в бизнес по невысокой цене, выйти из него по более высокой, и так управлять денежными потоками, чтобы получить наилучшую выгоду. Все заключается в том, насколько хорошо вы сумеете заставить вложенные деньги быстро начать приносить доходы...»*.

Целеустремленность и увлеченность венчурных капиталистов сильно влияют на их портфельные компании. Один предприниматель заметил в неформальной беседе: «... Мы никогда не думали о том, чтобы интервьюировать венчурных капиталистов, мы представляли себе, что это надо делать как-то иначе. Но нам приходится (опрашивать их)... чтобы выяснить, что же они в действительности хотят. Не то, что они хотели бы получить десятикратный возврат на инвестицию – все хотели бы такое получить, но нам хотелось бы увидеть, что у них есть сильное желание вырастить ваш бизнес и что они просто жаждут стать наипервейшими венчурными капиталистами в мире...». Многие из опрошенных компаний также выразили мнение, что увлеченность венчурного капиталиста идеей выдающегося роста являлась одним из важнейших вкладов в компанию.

Целеустремленность реализуется на практике в виде систематических усилий венчурного капиталиста по превращению портфельных компаний в динамично развивающиеся предприятия, в отличие от стратегии, направленной только на минимизацию рисков. Фирмы венчурного капитала, которые следуют стратегии динамичного роста, приобретают возможности перевести свои компании на путь глобального развития. Однако это в большой степени зависит от того потенциала роста, который существует на национальном рынке. Во многих случаях может оказаться необходимым перерости за пределы национальных границ, чтобы достичь такого исключительного роста, который приведет к возможности успешного IPO. Целеустремленность и поддержка венчурного капиталиста помогут преодолеть инертность портфельных компаний и множество различных запретов и других препятствий на пути к интернационализации.

## Пример №2

Увлеченная целеустремленность венчурного капиталиста на построение динамично развивающегося предприятия, растущего в международных масштабах, положительно влияет на возможность достижения успеха его портфельными компаниями.

*«... Наиболее успешной частью нашей инвестиции явилась наша поддержка процесса интернационализации. Мы помогли им войти в другие страны и стать лидером глобального масштаба в своей нише...».*

*Партнер, венчурный капиталист E*

*«... Наша основная роль заключается в том, чтобы помочь компании и подтолкнуть ее к интернационализации. Мы активно это поддерживаем и ставим в качестве предварительного условия при инвестировании...».*

*Партнер, венчурный капиталист G*

*«... В нашу стратегию входило обеспечение роста этого предприятия, причем его международного роста. В основе всего, если вернуться к самому началу, лежали наши старания сделать его привлекательным для одной американской софтверной компании...».*

*Партнер, венчурный капиталист K*

Способность правильно распоряжаться внешними ресурсами является существенной добавленной стоимостью, вносимой венчурными капиталистами в компанию. Одним из внешних ресурсов является наличие контактов с другими венчурными капиталистами, которые могут оказаться очень важными для подстраховки последующих этапов финансирования. Соинвестирование не только предоставляет дополнительные средства – соинвесторы могут

быть полезны и своими рабочими контактами. Связи венчурного капиталиста с другими игроками венчурной индустрии также могут быть высоко ценными для получения компанией доступа к новым потенциальным потребителям своей продукции. Кроме контактов в сфере венчурной индустрии и среди финансового сообщества, могут оказаться полезными связи и с агентствами по найму рабочей силы, которые в процессе создания интернационального коллектива сотрудников помогут компаниям-стартапам найти достойных кандидатов.

Что же касается инвесторов, то их решение о вложении своих средств сильно зависит от того, какими внешними ресурсами обладает венчурный капиталист. Инвесторы считают, что обширная сеть рабочих контактов венчурного капиталиста позволяет расширить сферы поиска новых инвестиционных возможностей.

Как заметил один из инвесторов, «... *Сеть рабочих контактов – вот в чем ключ, вы должны быть способными убедить нас, что вы будете находить бриллианты среди необработанной породы...*».

Другой инвестор считает, что сеть рабочих контактов очень существенна для выходов: «... *В Европе более 90% успешных выходов профинансированных венчурным капиталом компаний происходит путем поглощений. Если у вас есть хорошие связи в данной отрасли, то вы сможете найти нужных вам людей для выхода такого рода. Вам необходимо знать, кто может быть в этом заинтересован и почему, кто является подходящим человеком... вот почему контакты венчурного капиталиста являются важнейшим элементом всей этой сложнейшей картины...*».

Анализ опросов венчурных капиталистов показал, что наилучших результатов своей работы добиваются те из них, которые хорошо позиционированы по всем трем показателям: опыт, целеустремленность и внешние ресурсы. Чтобы зафиксировать эмпирическим путем, как венчурные капиталисты и их портфельные компании оценивали важность различных параметров успеха, содержание

каждого интервью было проанализировано (с использованием кодов), чтобы выделить упомянутые в ходе опроса отдельные факторы как важные для достижения успеха. Из примеров, описанных выше, были выделены подкатегории на основе ответов о вкладе в успех портфельной компании.

### Пример №3

Доступ венчурных капиталистов к внешним ресурсам положительно влияет на успех их портфельных компаний.

*«... Если компаниям-стартапам необходимо поговорить с кем-то из IBM, им не придется преодолевать тысячи ступеней, мы устроим им нужную встречу. Мы делаем для них возможной встречу с людьми, к которым обычно нет доступа представителям начинающих компаний...».*

*Партнер, венчурный капиталист С*

*«... Мы помогли компании в процессе поиска дополнительного финансирования. Когда им понадобилось собрать существенную сумму денег, мы попросили о помощи одного из крупных игроков индустрии венчурного капитала...».*

*Партнер, венчурный капиталист D*

Например, в категории «опыт» было подсчитано, как часто опрашиваемые называли свой (1) предпринимательский, (2) промышленный и (3) инвестиционный опыт в качестве вклада в успешный выход. Если опрашиваемые упоминали все три формы опыта, тогда они получали три очка. Аналогично, в категорию «целеустремленность» входили следующие подкатегории: (1) построение динамично развивающегося предприятия и (2) его выход на международный уровень. В случае «внешних ресурсов» выявились следующие подкатегории: (1) сети рабочих контактов с другими венчурными капиталистами, (2) деловые связи с другими участ-

никами конкретной промышленной сферы и (3) другие контакты, например с агентствами по найму. В тех случаях, когда факторы не упоминались как важные или оставались не реализованными, они были отмечены как негативные (в таблице эти цифры взяты в скобки). Результаты анализа полученных данных представлены в табл. 8.

Как видно из таблицы, наиболее успешные венчурные капиталисты были сильнее по всем вопросам, которые они упомянули как важные для осуществления успешных выходов. Было обнаружено, что венчурные капиталисты из верхней четверти были в особенности сильны своим опытом и своими внешними ресурсами по сравнению с другими венчурными капиталистами. И опыт, и внешние ресурсы накапливаются со временем, что отразилось в том, что все наиболее успешные венчурные капиталисты оказались в старшей возрастной группе – в среднем примерно на 15 лет, чем другие венчурные капиталисты. Негативные значения (на рисунке в скобках) для венчурных капиталистов из нижней четверти означают, что они упомянули отрицательные характеристики, например, отсутствие специфического опыта в соответствующей промышленной сфере.

Кроме обсужденных выше факторов, были выявлены **другие общие качества бизнес-модели наиболее успешных венчурных капиталистов**. В число этих качеств входили: хорошо продуманная стратегия финансирования, тщательная подготовка инвестиции, «стратегия 100 дней», а также эффективное распределение времени для работы в своих портфельных компаниях.



**Таблица 8. Характеристики венчурных капиталистов с различными уровнями деятельности**

Венчурный капиталист	Уровень деятельности (квартиль)	Стаж работы (лет)	Число выходов после 2001 года	Число активных инвестиций	Число специалистов по инвестициям	Подкатегории в каждой области		
						Опыт	Целеустремленность	Внешние ресурсы
A	Верхняя	> 30	160*	200	50	3	1	3
B	Верхняя	> 30	?	65	10	2	1	2
C	Верхняя	20-25	6	?	9	3	1	3
D	Верхняя	20-25	8	65	23	3	2	2
E	Верхняя	15-20	7	35	15	2	1	1
F	Средняя	11-15	5	8	6	-	1	1
G	Средняя	11-15	?	21	8	1	1	1
H	Средняя	6-10	2	5	4	-	1	1
I	Средняя	6-10	8	18	9	-	1	2
J	Средняя	6-10	4	26	15	1	1	1
K	Средняя	6-10	11	38	10	1	2	2
L	Средняя	6-10	7	14	3	1	-	2
M	Средняя	6-10	4	16	8	2	1	2
N	Средняя	6-10	4	15	4	1	2	1
O	Средняя	6-10	7	11	5	-	-	2
P	Нижняя	11-15	1	10	10	1	(1)	-
Q	Нижняя	6-10	-	10	2	(1)	-	1
R	Нижняя	6-10	2	12	4	-	-	-
S	Нижняя	< 5	-	12	8	2	-	1

Источник: LBS/CEFS/EVCA \*Включая выходы

**Стратегия финансирования.** Подход, при котором средства вносятся небольшими порциями (по капле – drip feed), что связано со стратегией минимизации рисков, все еще широко распространен в Европе. Некоторые европейские венчурные капиталисты утверждают, что такой подход необходим для обеспечения эффективного использования капитала портфельными компаниями, а также для уменьшения риска. Однако наиболее успешные венчурные капиталисты говорят, что такой «капельный» подход имеет смысл применять только к тем портфельным компаниям, к которым они уже потеряли доверие. Для потенциально успешных компаний обычно применяется другая стратегия – обеспечение капиталом, достаточным для уверенного достижения следующей стадии развития.

Успешные венчурные капиталисты придают огромное значение **подготовке к осуществлению инвестиции.** Результаты анализа свидетельствуют о том, что особенно важно вложить значительные ресурсы в детальную процедуру тщательного изучения (due diligence) бизнес-плана и внимательное изучение управляющей команды. Очень важным активом венчурных капиталистов является способность судить о качестве управляющей команды и ее бизнес-модели. Чем больше ресурсов будет вложено в этой области, тем меньше сюрпризов вас будет ожидать в дальнейшем.

Как прокомментировал один инвестор, «... *Есть ряд преимуществ от выбора ... заслуживающей доверия процедуры тщательного изучения, когда управляющий фонда может потратить средства, чтобы быть уверенным, что перед началом инвестирования все находится на своих местах...*».

**Выработка «стратегии 100 дней».** В ходе первых ста дней после осуществления инвестиции венчурные капиталисты обычно стараются согласовать с управляющей командой все вопросы относительно дальнейшего пути развития компании. Одной из главных забот венчурных капиталистов на этой стадии инвестирования является раскрытие (disclosure) всей имеющейся негативной инфор-

мации о данной портфельной компании, которая не была раскрыта в ходе процесса тщательного изучения.

Один венчурный капиталист сказал: «... *На самом деле, вы не можете раскрыть всё в процессе тщательного изучения, кое-какие вещи вы обнаружите уже после инвестиции. Тонкость в том, что уже в первые пару месяцев вы должны с уверенностью начать работать вместе с основателями компании над разработкой ясного видения и стратегии. Если вы упустите этот стартовый момент, позже это будет трудно исправить...*».

**Распределение времени** сильно варьируется по стадиям инвестирования, фазам роста, мероприятиям по финансированию или организации и проведению выхода, а также зависит от относительного успеха стратегии компании. Как правило, больших затрат времени требуют ранние стадии развития портфельной компании, а также кризисные ситуации. С одной стороны, венчурные капиталисты утверждают, что на пути развития компании им приходится переживать трудные времена, чтобы создать успешные портфельные компании. С другой стороны, большинство венчурных капиталистов допускают, что слишком много их ресурсов инвестируется в компании, которые никогда не достигнут успеха.

К сожалению, в этом исследовании мы не смогли детально проанализировать, как венчурные капиталисты распоряжаются своим временем. Наиболее успешные венчурные капиталисты признают, что им часто приходится списывать компанию, находящуюся в плохом финансовом положении, чтобы не тратить много времени на попытки ее спасения. Однако они говорили, что им всегда трудно принимать такое решение, если управляющая команда и бизнес-модель вызывают у них доверие. Следовательно, им часто приходится принимать трудное решение о прекращении поддержки, однако они осознают, что этот шаг не менее важен на пути к их собственному успеху.

### Другие общие примеры

Успешная бизнес-модель венчурного капиталиста обычно включает в себя авансовый подход к финансированию, «стратегию 100 дней» и эффективное распределение времени.

*«... Мы рассматриваем «капельную» систему финансирования компаний как существенно ограничивающую их потенциал роста. При такой системе вы сдерживаете компанию, слишком сильно натягиваете поводья, вы не даете компании возможности свободно развиваться, заключать сделки и действительно тратить время на бизнес, на рынок и на проект, а не на то, чтобы приходить к вам каждые три месяца за новым траншем...».*

*Партнер, венчурный капиталист К*

*«... Другая стратегия – держаться поближе к ним первые пару месяцев, первые 100 дней, три-четыре месяца, чтобы видеть, что происходит. Установление персональных связей с ними и интерактивный характер взаимоотношений будут во многом определять развитие персональных отношений и потоков информации в будущем...».*

*Партнер, венчурный капиталист D*

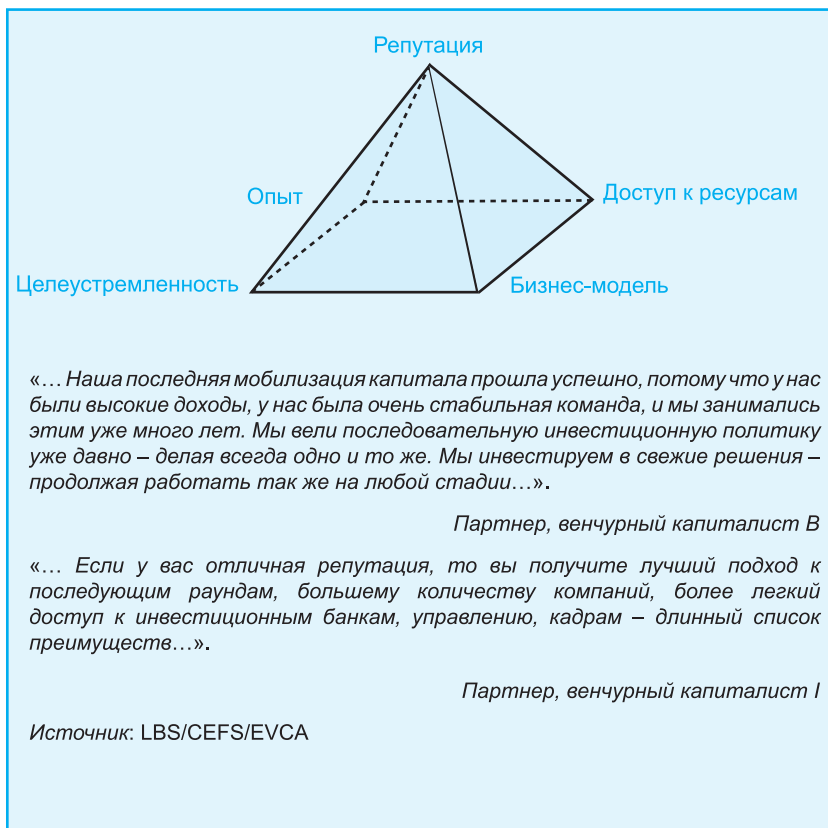
*«... Я бы сказал, что в любой момент своего развития компании могут сталкиваться с проблемами, и тогда они испытывают потребность в больших временных затратах. Оглядываясь назад, очень легко сказать, что компания была никуда не годной. Когда вы живете в ней – это действительно трудно. Некоторые из наших лучших компаний пережили немало труднейших моментов за первый год. [...] Стартапы – очень хрупкие организмы, у них у всех много проблем. Нельзя сказать, что это плохие компании – просто они набивают себе шишки по пути. И в такие периоды на них уходит очень много времени...».*

*Партнер, венчурный капиталист С*

Опыт, целеустремленность, доступ к внешним ресурсам и бизнес-модель венчурного капиталиста образуют основание устойчивой «пирамиды успеха». Высококласные венчурные капиталисты демонстрируют свои сильные позиции по всем этим факторам и считают, что они лежат в основе их успеха. Высокие достижения приводят к приобретению отличной репутации, что, в свою очередь, в дальнейшем повышает уровень возможностей при мобилизации капитала и подготовке новых успешных инвестиций. Эта модель формирует пирамиду успеха венчурного капиталиста, представленную на рис. 4.

Один из инвесторов подытожил это так: *«... Когда мы вкладываем средства в фонд для определенной инвестиции, мы обращаем пристальное внимание на команду и саму организацию, поскольку в нашем бизнесе мы чаще всего подписываем «незаполненный чек», так что мы покупаем не конкретный портфель, а покупаем людей. Организационная устойчивость, их целеустремленность и то, как они работают – это, очевидно, один важный аспект, но в конечном итоге для каждого фонда, в который мы вносим средства, важнее всего, чтобы он был ведущим в своем конкретном пространстве – в географическом ли смысле, либо в отношении сектора или стадии инвестирования. Они должны быть известны на данном рынке как ведущая группа, к которой люди пойдут со своими предложениями...».*

## Рисунок 4. Пирамида успеха венчурных капиталистов



### 4.2. Основные факторы успеха инвестирования

Были проанализированы некоторые из недавних успешных инвестиций, осуществленных европейскими венчурными капиталистами. В круг анализа входили инвестиции, выход из которых мог быть реализован венчурным капиталистом после 2001 года. Таким образом были исключены из анализа случаи успеха, произошед-

шие в результате бума на технологических рынках. Ниже будут показаны основные результаты исследования.

Эмпирические исследования в общих чертах свидетельствуют о том, что **управляющая команда, технология и рынок являются важными факторами успеха инновационного стартапа**. Эти факторы будут проанализированы позже. Сравнивались мнения венчурных капиталистов и, там где это оказывалось возможным, портфельных компаний об относительной значимости этих факторов успеха.

На рис. 5 показано, что в большинстве компаний качество управляющей команды рассматривается как основной фактор успеха. В тех случаях, когда возможно было опросить и венчурных капиталистов, и представителей их портфельных компаний, оказывалось, что мнение венчурных капиталистов отличается от мнения компаний. Венчурные капиталисты подчеркивают важность управляющей команды в большей степени, чем представители портфельных компаний, что связано с информационной асимметрией между знанием предпринимателем своего бизнеса и пониманием венчурного капиталиста, как управлять этим бизнесом. Портфельные компании придают большое значение своим технологиям, потому что они знают этот бизнес и рассчитывают, что инновации в продукте или услуге помогут им достигнуть потребителя.

Один управляющий партнер прокомментировал: «... *Три главных фактора успеха – это предпринимательские навыки, предпринимательские умения и предпринимательское искусство. То есть – команда, команда и еще раз команда. На самом деле, нужно правильно выбрать людей и инвестировать именно в ту команду, в которую нужно...*».

Если анализировать разные случаи успешных компаний, то можно найти большие расхождения мнений по поводу относительной значимости управления, рынка и технологии. Невозможно увидеть общие признаки в оценках относительной значимости рынка и технологии со стороны венчурных капиталистов. Похоже, что

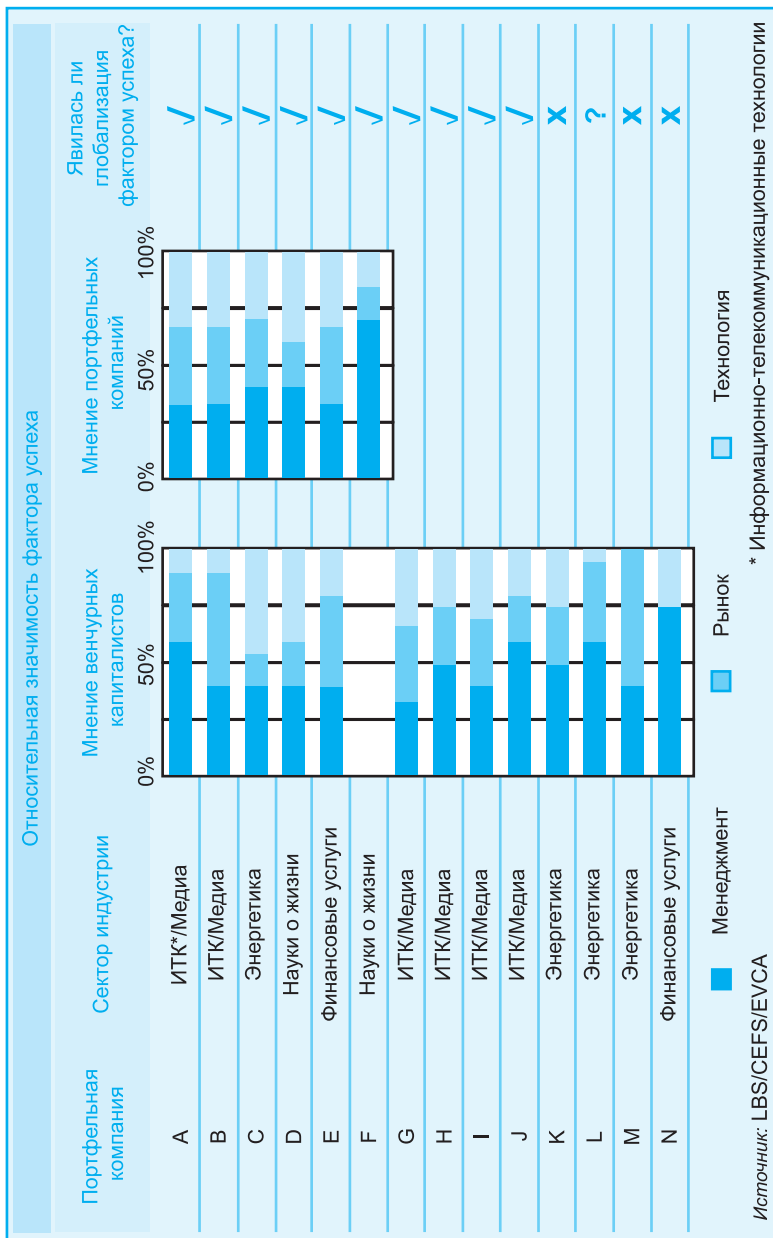
относительная значимость рынка и технологии слишком сильно зависит от положения отдельной компании на конкретном рынке и от степени инновационности ее технологии. Один венчурный капиталист так подчеркнул ценность технологии в сценарии выхода: «... У них была инновационная технология. Действительно, у них была проблема в том, что очень часто компании хотят иметь двух или трех поставщиков, и могут быть проблемы, если технология настолько уникальна, что второго поставщика неоткуда взять. Но в технологии как раз и заключались их сила и предпосылки к нашему успешному выходу...». Другой венчурный капиталист подчеркнул важность удовлетворения нужд потребителя посредством технологии: «... Их техническая база и качество услуг были абсолютно первоклассными, и в этом был их ключ к успеху. Таким путем они делали своих потребителей постоянно счастливыми и продолжали получать чеки...». Однако технология сама по себе не важна. Другой венчурный капиталист объяснял, что «... Мы действительно встречаемся с хорошими командами, в которые отказываемся инвестировать, потому что думаем, что они сидят на концепции бизнеса, которая, вероятно, не достаточно значима с точки зрения рыночного потенциала...». Общей темой было подчеркивание значимости рыночных условий, чтобы позиционировать компанию как нишевого игрока с очень хорошим предложением для рынка.

**Важной часто повторявшейся темой успеха была глобализация.**

Ее часто упоминали как основную предпосылку к быстрому росту предприятия и созданию бизнеса, привлекательного для потенциальных покупателей во время IPO. Однако отмечалось также, что в некоторых случаях отечественные рынки предлагали достаточно высокий потенциал роста для создания динамично расширяющегося бизнеса. В таких случаях глобализация не рассматривалась в качестве ступени, необходимой для построения успешной компании.



**Рисунок 5. Значимость факторов успеха портфельных компаний**



Рост в международных масштабах предъявляет много требований к компании и венчурным капиталистам. Некоторые считают, что глобальная стратегия подразумевает аутсорсинг, в то время как другие обладают интегрированным видением логистики, рынков и менеджмента, как имеющих глобальные черты и происхождение. Один венчурный капиталист привел такой пример: «... Нам пришлось открыть офис в Бостоне и перевести туда некоторых из наших основных управляющих... Было в действительности только две серьезные причины: наши заказчики находились на восточном побережье, и нам было необходимо подготовить компанию к IPO...». Под различными стратегиями глобального роста часто скрыта простая мысль: **вырасти глобально – значит приобрести масштабы**. Под масштабом часто понимается размер потребительской базы, а также большие возможности доступа к капиталу, к субподрядным работам и, что особенно важно, лучшие подходы к потенциальным партнерам и организации выходов. Один венчурный капиталист так выразил свое отношение: «... С моей точки зрения, ключевым фактором успеха является не глобализация бизнеса сама по себе, а получение глобального доступа к международным рынкам капитала. Вполне достаточно оставаться отечественным игроком при условии, что отечественный рынок достаточно велик...».

Итак, в то время как было названо много факторов, за счет которых венчурные капиталисты и их портфельные компании относили свой успех, одной всегда выделяемой темой оставался размер потенциального рынка. Часто венчурные капиталисты выделяли значение управления как ключевое по той же самой причине, т.е. предпринимателям нужно было изменить свою первоначальную стратегию для того, чтобы выйти на более крупный и более прибыльный рынок. В некоторых случаях необходимо адаптировать технологию, чтобы сделать ее более привлекательной для потенциальных покупателей или чтобы расширить рынок. Как сказал один венчурный капиталист, «... Речь идет только о масштабах...».

### 4.3. Примеры успешных венчурных инвестиций

Следующие примеры более детально иллюстрируют основные факторы успеха получивших венчурное финансирование компаний. Кроме того, показан вклад венчурных капиталистов в этот успех.

#### Пример 1: Alantos Pharmaceuticals

Сектор

промышленности: Биотехнологии

Раунды

финансирования: **2000:** 3 млн долл. от Heidelberg Innovation, Audax Private Equity Fund и двух дополнительных инвесторов

**2003:** 24 млн долл. от Oxford Biosciences, SV Life Sciences, Earlybird, ABN AMRO Capital Life Sciences, Ventech, Auriga Ventures, Heidelberg Innovation и двух дополнительных инвесторов

**2005:** 20 млн долл. от Oxford Biosciences, SV Life Sciences, Earlybird, Ventech, Heidelberg Innovation, ABN AMRO Capital Life Sciences

Выход: **2007:** Поглощение компанией Amgen за 300 млн долл.

Инвестиционный период:

7 лет

Мультипликатор выхода/IRR:

Не раскрыты

## Описание компании

Alantos Pharmaceuticals является химико-фармацевтической компанией, производящей запатентованную продукцию в виде медикаментов с малыми размерами молекул, нацеленных на протеазы, которые предназначены для лечения диабета типа II и остеоартрита/воспаления. Их основное лекарство-кандидат находится в стадии клинических разработок (фаза 2a) и предназначается для лечения диабета типа II.

Alantos была организована в 1999 году. Ее головной офис находился сначала в Хейдельберге, Германия, затем он переместился в Кембридж, США. Alantos Pharmaceuticals была поглощена компанией Amgen в июне 2007 года за 300 млн долл. Перед поглощением Alantos взяла на работу 45 человек и организовала исследовательские лаборатории в Хейдельберге и Кембридже.

## Основные факторы успеха

- **Изменение бизнес-модели**

На ранних этапах развития компания Alantos Pharmaceuticals являлась небольшой технологической фирмой с ограниченным кругом операций. По мере роста компании управляющие решили расширить бизнес-модель и превратить компанию из технологической в классическую фармацевтическую компанию, производящую определенные соединения. Это явилось ключом к их будущему успеху, поскольку придало предприятию более высокий потенциал роста по сравнению с прежней бизнес-моделью.

В 2006 году началось сотрудничество с Servier в работе над лекарством-кандидатом вскоре после начала его клинических разработок в США. Этот шаг обеспечил финансирование текущей деятельности Alantos.

- **Управляющая команда**

В ходе изменения бизнес-модели компании управляющая команда увеличивала свою численность. Были взяты на работу люди, обладавшие необходимым дополнительным опытом. В 2003 году Alantos Pharmaceuticals наняла нового CFO Матиаса Яффе (Matthias Jaffe). Годом позже Кейт Дайоне (Keith Dionne), обладавшая опытом многолетней работы в сфере биотехнологий в США, пришла в Alantos Pharmaceuticals в качестве нового CEO. Их опыт и высококвалифицированный персонал явились залогом успеха предприятия. Управляющая команда включала в себя специалистов, которые хорошо разбирались как в технических вопросах, так и в нуждах фармацевтической индустрии.

*«... Мы наняли много ведущих сотрудников. Это был один из факторов нашего успеха: у нас сложился чудесный коллектив очень талантливых и опытных людей...».*

*Fritz Frickel, бывший CSO  
и действующий CEO Alantos Pharmaceuticals*

- **Взаимодействия управляющей команды и совета директоров**

Большинство членов совета директоров являлись представителями венчурных капиталистов. Очень опытная управляющая команда и совет слаженно работали вместе и построили почти классическую хорошо функционирующую фармацевтическую компанию, которая за рекордно короткое время направила в клиники препарат для лечения диабета и подготовила еще один, со своей собственной продуктовой платформы (ингибитор ММП – матриксной металлопротеиназы), для формальных преclinical разработок.

- **Переключение на работу в США**

В 2004 году Alantos Pharmaceuticals сменила место своей деятельности с Германии на США. Этот переезд оказался событием, очень важным для дальнейшего успеха компании, в основном по двум причинам. Во-первых, в США оказалось легче проводить клинические испытания с группой разработчиков, базировавшихся в США, а не в Германии. Во-вторых, это облегчило компании поиски дополнительного финансирования.

### Вклад в успех венчурных капиталистов

- **Поддержка в стратегических решениях**

Alantos Pharmaceuticals получала финансирование от крупного синдиката различных венчурных капиталистов. SV Life Sciences и Oxford Biosciences выступали в качестве ведущих венчурных капиталистов, взявших на себя наиболее активную роль в поддержке стратегических решений компании. Участие Heidelberg Innovations и Earlybird также было важным, поскольку они располагались близко к первичному головному офису Alantos Pharmaceuticals. Это позволяло им легче вступать в контакт с членами управляющей команды Alantos Pharmaceuticals, чем другим венчурным капиталистам. Ведущие инвесторы поддерживали Alantos не только по вопросам управления, но также и по техническим вопросам, и сотрудники компании имели возможность беседовать с венчурными капиталистами, когда им было нужно.

*«... Oxford Biosciences и SV Life Sciences были ведущими инвесторами. Они активно вносили свой технический опыт и помогли строить управление компанией. Они оказались чрезвычайно полезными в индивидуальных беседах – когда бы ни была нужна мне помощь, они всегда оказывались рядом...».*

*Fritz Frickel, бывший CSO  
и действующий CEO Alantos Pharmaceuticals*

- **Доступ к сетям рабочих контактов**

Alantos Pharmaceuticals получила очень много выгод от деловых контактов своих венчурных капиталистов. Например, новый CEO Кейт Дайоне была приглашена благодаря персональным контактам одного из венчурных капиталистов, работавших с фирмой. Когда Alantos Pharmaceuticals приняла решение расширить свою деятельность в новую область, то другой венчурный капиталист свел ее с экспертами в данной области из США. Это оказалось полезным для принятия решения о том, стоит ли затевать это расширение.

*«... Два ведущих инвестора имеют очень хорошие связи. Один инвестор, такой как SV Life Sciences, способен соединить вас почти со всеми, кто что-нибудь значит в определенной технической области...».*

*Fritz Frickel, бывший CSO и действующий CEO Alantos Pharmaceuticals*

- **Толчок к интернационализации**

Венчурные капиталисты постоянно подталкивали Alantos Pharmaceuticals к дальнейшей интернационализации бизнеса и активно рекомендовали перенести головной офис компании в США. Венчурные капиталисты даже формулировали это как предварительное условие к тому, чтобы предоставить дополнительные средства компании на этапе финансирования 2005 года. Время показало, что таким образом венчурные капиталисты помогли Alantos Pharmaceuticals успешно расширить свой бизнес в международном масштабе.

## Пример 2: BlackSpider Technologies

### Сектор

промышленности: Программное обеспечение

### Раунды

финансирования: **2004:** 4,6 млн фунтов стерлингов от DJF Esprit

### Выход:

**2006:** Поглощение компанией SurfControl за 20 млн фунтов стерлингов

### Инвестиционный

период: 2 ½ года

### IRR:

40–50%

### Описание компании

BlackSpider Technologies предоставляет услуги по запросу в целях решения проблем безопасности электронной почты и Интернета. Компания предлагает заказчикам услуги аутсорсинга по защите от нежелательных и вредоносных посланий, поступающих через электронную почту и Интернет, таких как вирусы, спам и вредоносные программы и письма. Флагманский продукт MailControl, которым можно управлять через безопасный портал, дает потребителям уверенность в том, что применяются самые новейшие антивирусные программы и программы спам-контроля для защиты организации от неприятностей без необходимости устанавливать какое-то внешнее оборудование или программы.

BlackSpider Technologies была организована в 2002 году с головным офисом в Ридинге, Соединенное Королевство. Предприятие расширилось на территорию Европы, и были созданы представительства в Германии и Франции. Примерно в течение года до июня



2006 года BlackSpider Technologies заработала доходы на сумму 4 млн фунтов стерлингов и имела 102 сотрудника. Компания была поглощена в 2006 году американской компанией SurfControl за более чем 20 млн фунтов стерлингов.

## Основные факторы успеха

- **Управляющая команда**

BlackSpider Technologies была организована испытанной и опытной управляющей командой. Для ее CEO Джона Грини (John Greney) это был уже второй стартап. Его опыт, приобретенный во время работы в предыдущем стартапе, оказался чрезвычайно полезным для компании. У него уже имелись ценные связи на европейском рынке. Это обстоятельство существенно помогло, когда BlackSpider Technologies расширяла свой бизнес в Германию и Францию. Выход на рынки этих государств был осуществлен благодаря контактам Джона Грини.

*«... Люди были очень, очень хорошими. Мы узнавали о них через различные каналы и получили много отзывов о них от людей, ранее с ними работавших. Мы получили потрясающую информацию об этой команде. Далее, у этой команды были первоклассные рабочие характеристики – уже наработав определенный опыт, применив в предыдущих компаниях модель и технологию BlackSpider, они имели полное представление о том, что они делают...».*

*Paul Murray, Партнер DFJ Esprit*

- **Экспансия в Германию и Францию**

Расширение компании в Германию и Францию было основным моментом ее стратегии. Управляющие приняли сознательное решение не выходить на рынок США и остаться в Европе. Здесь было относительно меньше конкуренции, и BlackSpider была в состоянии за короткий срок утвердиться в качестве одного из главных

игроков на европейском рынке. Это оказалось существенным для американского покупателя компании – SurfControl, поскольку они хотели и далее развивать свои операции в Европе.

- **Бизнес-модель и корпоративная культура**

Перед тем как организовать это предприятие, его основатели выяснили тенденции на рынке программного обеспечения – от продаж лицензий до услуг по запросу. Они создали сервис высокого качества с превосходной технической базой. Сразу после этого компания сосредоточила свои усилия на качестве услуг, продуманно придерживаясь подхода «активного участия» к своим первым заказчикам, чтобы создать себе хорошую репутацию и обеспечить о себе хорошие отзывы. Заручившись таким послужным списком, они очень рано сумели продемонстрировать свою надежность потребителям. Стратегия состояла в том, чтобы поддерживать высокий уровень удовлетворения потребностей заказчиков, что является решающим в создании хорошей репутации компании услуг по запросу.

*«... Я не стал бы недооценивать тот командный дух, который мы создали в нашей компании, поэтому не стану говорить только об управляющих. Хочу сказать, что почти все из наших 102 сотрудников сделали свой вклад в достижение предприятием успеха...».*

*John Cheney, бывший CEO BlackSpider Technologies*

## Вклад в успех венчурных капиталистов

- **Активное стимулирование развития**

Существенная часть венчурных инвестиций была специально предназначена для обеспечения выхода компании из Соединенного Королевства на рынок континентальной Европы – стратегия, настойчиво пропагандируемая венчурными капиталистами. Успех

этой стратегии сыграл решающую роль в продаже компании по высокой стоимости.

*«... ESPRIT\* придал нам уверенности в том, чтобы более активно заняться нашими планами расширения, чем мы могли бы это сделать на свой страх и риск. Я думаю, что это, вероятно, самый ценный вклад, который они нам предоставили на начальном этапе инвестиционного периода...».*

*John Cheney, бывший CEO BlackSpider Technologies*

- **Доступ к сетям рабочих контактов**

BlackSpider Technologies получила пользу от деловых контактов своего венчурного капиталиста, который свел менеджеров компании с Филом Лоулером (Phil Lawler). Лоулер обладал более чем 22-летним опытом работы в сфере ИТ, включая его работу в должности CEO в компании HP United Kingdom. Он стал неисполнительным председателем BlackSpider и играл важную роль наставника для управляющей команды.

*«... И еще одной вещью, которую они для нас сделали, была их помощь в приглашении на работу нашего неисполнительного председателя, который оказался нам чрезвычайно полезен на самых разных стадиях развития нашей компании...».*

*John Cheney, бывший CEO BlackSpider Technologies*

---

\* Европейская стратегическая программа развития исследований и разработок в сфере информационных технологий. (Прим. пер.)

### Пример 3: Intercell

Сектор промышленности:	Биотехнологии
Раунды финансирования:	<b>1999:</b> 5 млн евро от TVM Capital и региональных инвесторов (Kapital&Wert, Wiener Stadtische) <b>2001:</b> 27 млн евро от Arah Partners, Nomura и TVM Capital <b>2003:</b> 46 млн евро от Global Life Science, MPM Capital, Star Ventures, и TVM Capital
Выход:	<b>2005:</b> IPO на Венской фондовой бирже
Инвестиционный период:	6 лет
Мультипликатор выхода:	Выход еще не завершён всеми венчурными капиталистами

### Описание компании

Intercell занимается моделированием и разработкой вакцин для профилактики и лечения инфекционных заболеваний. Компания разрабатывает вакцины на основе антигенов и иммунизаторов, полученных на своей собственной технологической платформе. Имея два клинических продукта, находящихся на завершающих стадиях клинических испытаний, и пять позднее созданных лекарств-кандидатов, Intercell обладает хорошими перспективами производства своей продукции. У компании имеются производственные возможности у себя на родине, а также ею установлено стратегическое партнерство с несколькими международными фармацевтическими компаниями.

Intercell была основана в 1998 году в Вене. Кроме штаб-квартиры в Вене у компании есть фабрика по производству вакцин в Ливингстоне, Шотландия, и один новый объект в Мурсвилле, США. В настоящее время в Intercell работают более 200 сотрудников. В 2006 году компания произвела годовой доход на сумму 23,5 млн евро и потратила 31 млн евро на исследования и разработки. Ее сегодняшняя оценка на Венской фондовой бирже превышает 1 млрд евро.

## Основные факторы успеха

- **Управляющая команда**

В основе успеха Intercell лежали качества ее основателя и управляющей команды. Компания была основана интернациональной командой высококвалифицированных известных ученых из области молекулярной биологии. Объединив свои усилия и знания, они сумели создать инновационные технологии. Главным признаком, отличавшим их от других команд, явились глубочайшие исследовательские возможности, приобретенные ими за многие годы научных исследований.

Александр фон Габен (Alexander von Gabain) – CEO компании Intercell до ноября 2005 года – в нужное время сыграл важную роль в расширении управляющей команды в соответствии с растущими потребностями компании. Он понимал, что для того, чтобы построить успешную компанию, ему нужно ввести в команду компетентных и опытных управляющих, обладающих дополнительными навыками. Так, в 2001 году Intercell наняла на работу Герда Зеттлмейсла (Gerd Zettlmeissl), имевшего научное прошлое и обладавшего опытом работы в фармацевтической промышленности в качестве COO. Кроме того, в компанию пришел Вернер Ланталер (Werner Lanthaler) в качестве нового CFO. По мере развития Intercell все большее значение приобретали вопросы финансов и

маркетинга, а Вернер Ланталер обладал необходимым опытом в этих областях.

После успешного IPO в 2005 году Александр фон Габен решил передать свои полномочия CEO Герду Зеттлмейслу, а самому приступить к выполнению обязанностей директора по научным вопросам (CSO). В это время компания была близка к получению одобрения на производство своего ведущего продукта JEV (японская вакцина против энцефалита). Вследствие этого вопросы производства, продаж и распределения стали столь же важны, как и научные исследования. Александр фон Габен решил, что по указанной причине Герд Зеттлмейсл лучше подошел бы для работы в должности CEO. А такой опытный ученый, как фон Габен, нужен был для руководства процессом исследований и разработок.

*«... Явилось исключительным событием то, что Alexander von Gabain решил уйти с поста CEO и заняться новыми научными и стратегическими проблемами в качестве CSO. Это было правильное решение, принятое в нужное время, и я думаю, трудно переоценить ту пользу, которую оно принесло в достижении компанией своего успеха. Я думаю, что этот умный поступок делает его одним из лучших CEO-основателей, в которых я когда-либо вкладывал деньги...».*

*Helmut Schuhler, Управляющий партнер TVM Capital*

- **Интернациональная рабочая сила**

С первого дня своей работы Intercell имела в своем составе интернациональные кадры. Почти все сотрудники обладали международным опытом и привыкли мыслить в глобальных масштабах. Это очень помогло в процессе выхода на международный уровень. У них не было проблем при обсуждении этапов финансирования с иностранными венчурными капиталистами или, позже, при установлении своего глобального присутствия.

*«... Уже с первого дня компания была интернациональной. Под нашей крышей собрались представители многих различных национальностей, а также в состав научного совета входили известные ученые со всего мира. Языком общения в компании был английский, словно в каком-то знаменитом международном научно-исследовательском институте...».*

*Alexander von Gabain, CSO Intercell*

- **Технология**

Наряду с управляющей командой инновационные технологии Intercell являлись вторым ключевым фактором успеха. Уже на стадии стартапа бизнес-модель компании основывалась на технологической платформе, применимой скорее ко всей сфере вакцин, нежели направленной на одну цель или один продукт. С этой технологической платформой у компании была возможность построить бизнес, способный к расширению на растущем рынке вакцин. Они решили также приобрести лицензию на выпуск одного продукта поздней стадии в 2004 году в дополнение к своим продуктам ранних стадий, чтобы приблизиться к рынку. Этот продукт (JEV) поступил в Intercell по каналам связей TVM Capital. Приобретение этой вакцины значительно облегчило вывод компании на публичные торги и мобилизацию дополнительных средств на открытых рынках.

### Вклад в успех венчурных капиталистов

- **Поддержка в стратегических решениях**

Венчурные капиталисты играли исключительно большую роль в успехе Intercell. Ведущий инвестор первого раунда инвестирования поддерживал с Intercell тесные связи до самого IPO и регулярно контактировал с управляющими Intercell для обсуждения дел компании.

*«... Наши отношения с Intercell временами оказывались очень важными. Они обычно приходили ко мне и рассказывали о своих заботах, о плохом и о хорошем. Я знал обо всем, что там происходило, и всегда мог помочь им, изложив свою точку зрения венчурного капиталиста, в данном случае – как представителя «рынка капитала»...».*

*Helmut Schuhsler, Управляющий партнер TVM Capital*

- **Поддержка в мобилизации дополнительного капитала**

Ведущий инвестор первого раунда инвестирования также оказывал ценную поддержку Intercell в переговорах с другими венчурными капиталистами относительно будущих раундов. Даже в нелегких рыночных условиях 2001–2005 годов они смогли успешно завершить «В» и «С» раунды финансирования.

*«... 2003 был трудным годом. Сумма венчурных инвестиций в биотехнологии в Европе составляла около 250 млн евро, а мы ухитрились получить 46 млн евро для Intercell. Нам удалось это только потому, что Helmut Schuhsler сражался подобно рыцарю на нашей стороне и поддерживал нас...».*

*Alexander von Gabain, CSO Intercell*

- **Доступ к сетям рабочих контактов**

Ведущий инвестор первого раунда обладал широчайшими связями, что помогло Intercell, особенно на первых этапах ее развития. Когда Intercell в 2004 году занималась получением лицензии на свой продукт, контакты одного из венчурных капиталистов с возможностью получать консультации у специалиста в области антиинфекционной терапии из США оказались решающими. Компания воспользовалась этой возможностью на очень ответственном этапе своего развития. Венчурные капиталисты более поздних раундов инвестирования Intercell владели ценными дополнитель-



ными международными контактами. Благодаря этому они могли оказывать поддержку в процессе интернационализации Intercell, которая оказалась важна на более поздних стадиях для успешного осуществления IPO.

*«... МРМ и особенно Арах были фантастическими с международной точки зрения. Они обладали тесными связями с англосаксонским миром...».*

*Alexander von Gabain, CSO Intercell*

#### Пример 4: MutuiOnline

##### Сектор

промышленности: Финансовые услуги

##### Раунды

финансирования: **2000:** 1 млн евро от Net Partners-360°  
Capital Partners

**2002:** 5 млн евро от Net Partners-360°  
Capital Partners и Jupiter Ventures

Выход: **2007:** IPO на Миланской фондовой бирже

Инвестиционный  
период:

7 лет

Мультипликатор  
выхода/IRR:

Более 20x и IRR > 70%

##### Описание компании

MutuiOnline – это итальянская компания, занимающаяся брокерскими операциями с кредитами. Компания осуществляет услуги посредника между заказчиками и банками. Ее посредничество включает в себя персональные ссуды, долговые консолидирован-

ные ссуды и рефинансирование ссуд. MutuiOnline является крупнейшим ипотечным брокером в Италии, с числом более чем 400 выданных ипотечных кредитов в месяц. Кроме предоставления финансовых брокерских услуг конечному пользователю, MutuiOnline также занимается аутсорсингом бизнес-процессов для итальянских банков. Компания предоставляет свои услуги главным образом через Интернет и по телефону.

MutuiOnline была основана в 2000 году. В компании в 2006 году работали 202 сотрудника, и сумма ее годовой выручки равнялась 22 млн евро. Штаб-квартира компании находится в Милане, Италия.

### Основные факторы успеха

- **Быстрая реализация бизнес-модели**

Одним из основных факторов успеха явилась быстрая реализация бизнес-модели. MutuiOnline базировалась на идее продажи ссуд через Интернет, которая была уже введена в обиход в других европейских странах, например, в Соединенном Королевстве. MutuiOnline развила эту идею в Италии. Компания смогла получить конкурентные преимущества, как первопроходец. Сегодня MutuiOnline является ведущим игроком, услугами которого пользуются главные итальянские банки для продажи своих ссуд по каналам Интернета. Компания сумела создать широко известный в Италии бренд.

*«... Мы делали особый упор на том, чтобы быть первыми в Италии, запустив на рынок инновационное направление – продажу ссуд по Интернету. Быстрое внедрение этой бизнес-идеи на итальянский рынок было очень важно для нашего успеха...».*

*Stefano Rossini, Управляющий директор MutuiOnline*

- **Управляющая команда**

Роль управляющей команды в достижении быстрого внедрения этой бизнес-модели в Италии была очень высока. Управляющая команда отлично справилась с задачей реализации этого направления на европейском рынке и его адаптации к условиям Италии. Поскольку было крайне важно уложиться в короткие сроки, управляющая команда должна была действовать быстро и создать предприятие за короткое время.

Сегодняшний управляющий директор вошел в штат MutuiOnline в 2002 году. Он работал у венчурного капиталиста этой компании, перед тем как поступить в нее на постоянную работу, и привнес в управляющую команду важный инвестиционный опыт. Это оказалось очень ценным для реализации планов роста компании путем расширения деятельности предприятия во вторую сферу деятельности – аутсорсинг бизнес-процессов для итальянских банков.

*«... Управление – это основное, потому что даже на одном и том же рынке не все компании достигают успеха. Вторая составляющая – это скорость ваших действий и постоянное совершенствование рабочих процессов...».*

*Stefano Rossini, Управляющий директор MutuiOnline*

## Вклад в успех венчурных капиталистов

- **Непосредственное участие в управлении**

Важнейшим вкладом венчурного капиталиста явилось непосредственное участие одного из его менеджеров по инвестициям в развитии компании. Один из управляющих директоров MutuiOnline раньше работал в управляющей компании Net Partners-360° Capital Partners, которая являлась венчурным капиталистом MutuiOnline. В 2002 году он оказался непосредственно вовлеченным в работу

компании. Это в значительной степени способствовало прогрессу компании и распространению ее деятельности на другие области.

*«... Нашей основной поддержкой MutuiOnline явилось оказание им помощи в некоторых ключевых областях, таких как структура управления и стратегия выхода...».*

*Fausto Boni, Партнер 360° Capital Partners*

- **Поддержка в реализации стоимости и нахождении стратегии выхода**

Основной сильной стороной венчурных капиталистов явилась их способность правильно оценить весь потенциал стоимости MutuiOnline. Даже в трудных для бизнеса условиях 2002 года венчурные капиталисты желали инвестировать дополнительный капитал и помочь компании выстоять. Когда работа наладилась, это помогло MutuiOnline получить для себя партнера, который давал ей консультации о том, стоит или нет использовать те или иные возможности выхода. Вместо того чтобы воспользоваться первой же появившейся возможностью, у венчурного капиталиста было достаточно терпения дождаться такого выхода, в котором он смог бы полностью реализовать потенциал стоимости MutuiOnline.

*«... Когда появилась первая возможность для выхода через другие фирмы прямых инвестиций или инвестиционные банки, венчурный капиталист смог отказаться от возможностей, которые не соответствовали ожидаемой стоимости компании, и решил дождаться лучшей возможности...».*

*Stefano Rossini, Управляющий директор MutuiOnline*

## Пример 5: NextGenTel

Сектор промышленности:	Телекоммуникации
Раунды финансирования:	<b>2000:</b> 15 млн долл. от Geocapital, Northzone и Skandia <b>2001:</b> 2 млн долл. от Geocapital <b>2002:</b> суммарно 10 млн долл. от Geocapital, Northzone и Skandia и пяти других инвесторов <b>2003:</b> 1 млн долл. от Northzone
Выход:	<b>2004:</b> IPO на фондовой бирже Осло <b>2006:</b> Поглощение компанией TeliaSonera
Инвестиционный период:	6 лет
Мультипликатор выхода/IRR:	5x

### Описание компании

NextGenTel является телеком-провайдером широкополосного ADSL-сервиса на рынке Норвегии, с использованием широкополосного доступа, основанного на местной схеме развязки (LLU)<sup>5</sup>. Компания прочно удерживается на втором месте в Норвегии в об-

---

<sup>5</sup> Местная схема развязки (local loop unbundling, LLU) – это процесс, предоставляющий оператору связи доступ к помещениям заказчика путем использования телефонной связи центрального телефонного узла.

ласти широкополосной и ADSL-связи и известна как один из самых быстрорастущих частных ADSL-операторов в Европе.

NextGenTel была создана в марте 2000 года. В компании работают более 200 сотрудников, находящихся в пяти разных городах Норвегии: Бергене (штаб-квартира), Осло, Тронхейме, Ставангере и Кристиансанде. В настоящее время NextGenTel полностью принадлежит компании TeliaSonera, являясь ее подразделением. Компания TeliaSonera – лидер телекоммуникаций среди всех скандинавских стран и государств Балтийского региона.

### Основные факторы успеха

- **Раннее распознавание благоприятной возможности и правильный выбор времени**

Одним из основных факторов успеха компании NextGenTel было то, что основатели очень рано, по сравнению с остальным рынком, распознали благоприятную для них возможность. Олав Стокке (Olav Stokke) – учредитель/соучредитель и CEO NextGenTel – придумал, что с использованием местной схемы развязки можно создать очень интересную возможность предложения широкополосной передачи через ADSL потребителям и SMEs. В 2000 году он решил, что пришло время выйти на рынок. Благодаря раннему выходу на рынок компания смогла гарантировать себе ведущие позиции на рынке Норвегии.

*«...NextGenTel в 2000 году реализовала уникальную возможность. Как таковая, это была компания, которая даже в условиях спада создавала реальную стоимость и быстро росла. Даже в вялых рыночных условиях 2000 – 2001 годов венчурные капиталисты желали работать с NextGenTel и финансировать ее расширение...».*

*Bjorn Stray, Генеральный партнер Northzone*

- **Управляющая команда**

Широкие потенциальные возможности управляющей команды явились еще одной причиной успеха NextGenTel. Управляющая команда опиралась на предыдущий опыт работы Олава Стокке. Он позаботился о том, чтобы внутри управляющей команды присутствовали все необходимые для построения бизнеса знания.

Поэтому он ввел в команду менеджеров, обладавших опытом в финансовой и технической областях, а также в сферах продаж и маркетинга, причем с каждым из них он либо работал раньше, либо имел о них полные сведения от других членов управляющей команды (своих соучредителей).

*«... В случае NextGenTel мы имели очень сильную управляющую команду. Они в сумме обладали всеми знаниями, необходимыми для построения успешной команды. Таким образом, нам не пришлось заниматься обеспечением качества управляющей команды, так как оно уже было высоким, когда мы пришли...».*

*Bjorn Stray, Генеральный партнер Northzone*

- **Сосредоточение усилий на национальном рынке**

NextGenTel приняла решение сосредоточить свои усилия на национальном рынке Норвегии. Управляющие решили, что более важно стать ведущим игроком в своей стране, перед тем как рассматривать идею об интернационализации. Впоследствии оказалось, что концентрация на отечественном рынке была стратегически верным решением и одной из основных причин успеха.

*«... Очень рано владельцы и управляющие начали заниматься анализом возможностей ADSL-связи в Европе и пришли к заключению, что именно территория Норвегии является правильным выбором NextGenTel для повышения капитализации компании. Я думаю,*

*что если бы мы распространились по всей Европе, как это часто происходило в 2001 году, мы бы остались без денег...».*

*Olav Stokke, CEO NextGenTel*

## Вклад в успех венчурных капиталистов

- **Мониторинг рабочих операций**

Венчурные капиталисты играли важную роль в мониторинге рабочих операций NextGenTel. Благодаря регулярной отчетности, собраниям совета директоров и индивидуальным беседам, венчурные капиталисты всегда были в курсе развития NextGenTel. Это позволяло управляющим компании быть более осведомленными в том, успевают ли компания за намеченными темпами роста и на какой аспект бизнеса им следует направить особое внимание. Широкое использование измерений, контроля и автоматизации производственных процессов позволили директорам и управляющим постоянно следить за самыми критическими параметрами бизнеса.

*«... Венчурные капиталисты очень помогли нам тем, что с большим вниманием и энергией отслеживали нашу работу. В этом смысле они помогли развитию компании в целом, поскольку подталкивали ее вперед на пути к успеху...».*

*Olav Stokke, CEO NextGenTel*

- **Доступ к международному венчурному капиталисту**

Еще одним значительным вкладом первоначального венчурного капиталиста была его возможность пригласить находящегося в США международного венчурного капиталиста. Это помогло NextGenTel в процессе реализации IPO получить дополнительное финансирование от крупного венчурного капиталиста из другой страны. Международный венчурный капиталист помог создать



убедительное описание компании, что обеспечило ей успех на публичном рынке, а позже привело к продаже NextGenTel компании TeliaSonera.

*«... Когда вы пытаетесь найти местного венчурного капиталиста, постарайтесь найти такого, у которого есть связи с крупными международными венчурными капиталистами. Норвежско-американские связи между Northzone и Geocapital многое сделали для реализации нашей концепции. Международный венчурный капиталист проявил также очень ценное понимание концепции на основе знания им истории ранних этапов развития ADSL-связи в США...».*

*Olav Stokke, CEO NextGenTel*

## Пример 6: PEMEAS

Сектор промышленности:	Химия
Раунды финансирования:	<b>2004:</b> 20 млн долл. <b>2004:</b> 8 млн долл. <b>2006:</b> 4 млн долл. Венчурные капиталисты: Conduit Ventures, BankInvest, CDP Technology Ventures, Emerald Technologies (бывшая SAM Private Equity)
Выход:	<b>2006:</b> поглощение компанией BASF
Инвестиционный период:	3 года
Мультипликатор выхода/IRR:	Не раскрыты

## Описание компании

PEMEAS является ведущим поставщиком основных компонентов и подсистем для развивающейся индустрии топливных элементов. Чтобы обслуживать глобальную базу потребителей, компания оперирует в двух областях бизнеса. Во-первых, PEMEAS занимается разработкой и коммерциализацией термостойких мембран и мембранных электродов, позволяющих применять топливные элементы при высоких температурах. Во-вторых, PEMEAS поставляет своим заказчикам ряд деталей из благородных металлов для улучшения работы систем топливных элементов.

PEMEAS появилась в апреле 2004 года в качестве поддержанного венчурным капиталом спиноффа от Celanese Chemical Group. Предприятие по производству топливных элементов Celanese, запущенное в 1994 году как часть Hoechst Research & Technology и позже перемещенное в Celanese AG, после реструктуризации Hoechst AG Group продолжило свою работу под контролем PEMEAS. Обладая в настоящее время штатом численностью 50 человек, PEMEAS имеет производственные и R&D мощности в Германии и США. Через сеть своих представителей PEMEAS присутствует на таких азиатских рынках, как Япония и Тайвань. В декабре 2006 года PEMEAS была приобретена компанией BASF.

## Основные факторы успеха

- **Технология**

И венчурные капиталисты, и сама компания PEMEAS указывают на инновационность технологии как на основной фактор успеха. Они разработали такую технологию, которая помогает потребителям снизить затраты на производство и производить более надежные топливные элементы. Таким образом, PEMEAS предложила два преимущества своим потребителям и сумела достичь высоких темпов роста на глобальном рынке. Уникальная техноло-

гия PEMEAS сделала компанию привлекательной для ее покупки BASF.

*«... В нашем случае основным фактором успеха явилось, прежде всего, наше выдающееся с точки зрения технологии положение. Наша технология сделала нас чрезвычайно привлекательными на рынке...».*

*Horst Tore Land, CEO PEMEAS*

*«... Технология PEMEAS и вправду была уникальной. В ней заключалась основная сила компании, и это была, вероятно, основная причина, по которой ею так заинтересовался BASF...».*

*Daniel Carter, Глава Conduit Ventures*

- **Управляющая команда**

Управляющая команда играла решающую роль в успехе компании. Она принесла с собой из Celanese существенный промышленный и исследовательский опыт. Таким образом, управляющие хорошо разбирались в своей технологии и могли объяснять ее уникальную ценность своим потенциальным заказчикам. Было важно, чтобы заказчики восприняли эту технологию, поскольку она была чрезвычайно инновационной.

*«... Доскональное понимание управляющими технологии и той ценности, которую она представляла для потребителей, было очень важным для PEMEAS. Управляющие умели продемонстрировать, что их технология предлагает больше преимуществ, чем другие имеющиеся технологии. В этом заключалась основная сила компании...».*

*Even Bakke, Партнер BankInvest*

Кроме того, управляющие привыкли работать в глобальных масштабах, поскольку работа в Celanese велась на международном уровне. Более того, CEO компании PEMEAS работал некоторое время в США и имел международный опыт. Это помогло в процессе глобализации.

- **Ранняя интернационализация**

Дальнейшее продвижение по пути глобализации явилось другим важным фактором успеха PEMEAS. Еще до того, как венчурные капиталисты пришли в компанию, она уже установила свое присутствие на международном рынке. А после получения инвестиций она существенно расширила свою деятельность в Азии. То, что компания сумела вывести свои продукты на глобальный рынок, значительно отразилось на росте ее бизнеса.

*«...PEMEAS уже установила свое глобальное присутствие, но за то время, которое мы инвестировали в нее, она реально увеличила свою базу потребителей в Азии. Приобретение этих дополнительных потребителей из-за границы было действительно важно...».*

*Daniel Carter, Глава Conduit Ventures*

## Вклад в успех венчурных капиталистов

- **Изучение стратегии бизнеса**

Венчурные капиталисты оказывали поддержку PEMEAS путем изучения и обсуждения стратегии бизнеса. Они выступали с критикой стратегических решений управляющих в разных ситуациях – на заседаниях совета директоров или во время индивидуальных встреч. По отзывам PEMEAS, все ее четыре венчурных капиталиста принимали равное участие в исполнении роли «просвещенного скептика».

*«... Венчурные капиталисты успешно исполняли свою непрерывную обязанность по рецензированию стратегии бизнеса, чтобы создавать уверенность в том, что управляющая команда ведет компанию в верном направлении. Не было никаких различий в участии различных венчурных капиталистов. Все они оказывали поддержку, как в отношении стратегии бизнеса, так и в повседневной деятельности управляющих...».*

*Horst Tore Land, CEO PEMEAS*

- **Доступ к сетям рабочих контактов**

Кроме того, венчурные капиталисты также помогали PEMEAS, предоставляя ее сотрудникам возможность доступа к своим рабочим контактам. Таким путем они сумели помочь компании установить дополнительные контакты с потребителями, взять на работу новых иностранных служащих и наметить потенциальных покупателей.

*«... Мы помогли компании найти кандидатов из различных стран и новых заказчиков. Мы также оказали ей поддержку в поисках организации, которая была заинтересована в ее покупке, через наши каналы...».*

*Even Bakke, Партнер BankInvest*

- **Поддержка в нахождении стратегии выхода**

Венчурные капиталисты также поддержали PEMEAS в выработке соглашения по поводу стратегии выхода. Кроме венчурных капиталистов, в компании также были несколько акционеров, у которых было разное видение оптимальной стратегии выхода. Венчурные капиталисты помогли организовать конструктивное обсуждение этого вопроса между всеми акционерами, в результате которого удалось прийти к единому решению о продаже компании BASF.

*«... Венчурные капиталисты организовали конструктивный диалог, в котором обсуждались возможности выхода. Это было важно для всех наших акционеров – включая венчурных капиталистов и корпоративных акционеров – выработать консенсус относительно стратегии выхода. Естественно, у корпоративных акционеров были иные интересы, чем у венчурных капиталистов. Однако венчурным капиталистам удалось сблизить интересы корпоративных акционеров со своими собственными...».*

*Horst Tore Land, CEO PEMEAS*

## Пример 7: Xing AG

Сектор промышленности:	Услуги онлайн/Сетевое управление
Раунды финансирования:	<b>2004:</b> Финансирование бизнес-ангелами <b>2005:</b> 5,7 млн евро to Wellington
Выход:	<b>2006:</b> IPO на Франкфуртской фондовой бирже
Инвестиционный период:	3 года
Мультипликатор выхода:	6x

### Описание компании

Компания Xing AG предоставляет онлайнтовую сетевую платформу для профессионального управления контактами и работы в сетях. Целевой группой потребителей являются деловые люди во всем мире. На своей платформе Xing AG предлагает своей целевой

группе услуги, позволяющие сделать более удобными работу в сетях, управление контактами и онлайн-бизнес.

Xing AG была создана в 2003 году. Штаб-квартира компании находится в Гамбурге, Германия. Кроме того, у компании есть офисы в Испании (Барселона), Китае (Пекин) и Швейцарии (Цюрих). В компании работают на условиях полной занятости 87 сотрудников. Более 3,5 млн пользователей зарегистрированы на их платформе, и в календарном 2006 году Xing AG намеревалась получить годовой доход на сумму 10,1 млн евро. В декабре 2006 года компания выпустила свои акции на Франкфуртскую фондовую биржу.

### Основные факторы успеха

- **Управляющая команда**

Xing AG была основана управляющей командой с обширным предпринимательским опытом. Одним из ключевых факторов их успеха была настойчивость в деле создания успешной бизнес-модели.

*«... Управляющие обладали достоинствами, характерными для предпринимателя, который не сдаётся. Они очень хорошо знали свою отрасль и обладали большим желанием заставить ее работать...».*

*Rolf Dienst, Партнер Wellington*

СЕО компании Ларс Хинричс (Lars Hinrichs) является серийным предпринимателем с более чем десятилетним опытом предпринимательства. Поэтому у него, перед тем как он основал эту компанию, уже были наработаны значительные корпоративные связи, что существенно помогло получить критическую массу пользователей. Эта база заказчиков «заразила» своим примером потенциальных потребителей в Германии и за границей. Новые пользователи приглашали своих друзей к участию в сети. Основной силой управляющей команды оказался тот факт, что она всегда придавала

большое значение потребностям заказчиков и приспособлявала к ним услуги компании. Таким образом, им удалось создать специализированные услуги для своей целевой группы. К настоящему моменту это позволило Xing AG достигнуть высоких темпов роста и внести новые имена в списки пользователей своей платформы.

- **Бизнес-модель виртуальной компании**

С самого начала Xing AG имела четкую бизнес-модель, позволявшую ей достигнуть положительного денежного потока уже через 90 дней после начала своей деятельности. На ранних стадиях развития Xing AG была истинной виртуальной компанией. Ларс Хинричс занимался финансовым планированием и аудитом, но программирование и даже работа его секретаря осуществлялись в рамках субподряда. Это помогало удерживать расходы на невысоком уровне.

- **Ранняя глобализация**

Компания Xing AG начала закладывать фундамент глобализации на ранних стадиях своего развития. Ее платформа создавалась на двух языках – немецком и английском. Через посредство совместного предприятия в Китае и одного своего приобретения в Испании компания смогла расширить свое международное присутствие и создать большую глобальную базу потребителей. В настоящее время ее платформа доступна на шестнадцать языках и более 60% заказчиков Xing AG находятся за пределами Германии.

### Вклад в успех венчурных капиталистов

- **Поддержка в стратегических решениях  
и получение доступа к сетям рабочих контактов**

Xing AG получала предложения от различных известных международных венчурных капиталистов. Она решила принять предложение от Wellington, главным образом из-за предыдущего ры-



ночного опыта этого венчурного капиталиста. Один из партнеров Wellington сделал похожую инвестицию в США в eGroups, которая затем была продана Yahoo!. Таким образом, он был в состоянии оказать ценную поддержку Xing AG в принятии стратегических решений. Например, он посоветовал заменить часть управляющей команды компании, и в дальнейшем оказалось, что это было правильным решением. Кроме того, пользуясь своими связями, он смог помочь компании найти дополнительных менеджеров из США.

*«... Трудно заполнить американских специалистов высокого класса для работы в немецкой компании и перевезти их на какое-то время в Гамбург. Мы сумели найти нужных нам людей, пользуясь теми личными контактами, которые Eric Archambeau имел за границей...».*

*Lars Hinrichs, CEO Xing AG*

- **Поддержка в процессе IPO**

Венчурные капиталисты играли решающую роль в процессе IPO компании Xing AG. Компания извлекла много пользы из опыта венчурных капиталистов при выходе из инвестиции через IPO. Венчурные капиталисты оказали компании поддержку при составлении убедительной финансовой истории. Кроме того, венчурный капиталист обеспечил ценные контакты с инвестиционными банками, которые помогли осуществить IPO.

*«... Без полнейшей поддержки Wellington мы не были бы сегодня публичной компанией...».*

*Lars Hinrichs, CEO Xing AG*

### Данные, полученные при изучении факторов успеха во всех рассмотренных примерах

В рассмотренных выше примерах детально описаны ключевые факторы успеха венчурных инвестиций в Европе. Во-первых, **качество управляющей команды в целом** упоминается как фактор успеха во всех проанализированных компаниях. Во многих случаях в ответах опрошенных на вопрос об относительной важности различных факторов успеха (см. рис. 5) часто называлась технология, как сыгравшая важную роль. Однако эти оценки появились в результате ответов на вопросы «с подсказкой».

При ответе на вопросы «без подсказки» (со свободной формой ответа) по поводу ключевых факторов успеха компании, как это делалось в рассмотренных выше примерах, только две из семи компаний упомянули технологии. Во-вторых, **растущая интернационализация** названа в качестве важного фактора успеха в четырех из семи случаев. Однако в одном случае именно ранняя фокусировка на отечественном рынке, а не на международном, была названа в качестве фактора успеха. И, наконец, в трех случаях из семи основатель компании являлся **серийным предпринимателем**.

Поскольку было опрошено только семь компаний, невозможно сделать обобщающие заключения из этих примеров относительно различий по отраслям или стадиям развития. Однако примеры помогают проиллюстрировать тот факт, что имеются некоторые общие черты, лежащие в основе успеха различных предприятий.

### Данные, полученные при изучении вклада венчурных капиталистов во всех рассмотренных примерах

В рассмотренных выше примерах можно выделить четыре фактора, которые присущи успешным венчурным капиталистам. Четыре фактора (опыт, целеустремленность, доступ к ресурсам и бизнес-модель), формирующие основание «пирамиды успеха» венчурного

капиталиста (см. рис. 4), нашли себе дальнейшее подтверждение в этих примерах. Во-первых, **оказываемая венчурным капиталистом поддержка при принятии стратегических решений** была упомянута как важнейший вклад в пяти из семи случаев.

Многогранный опыт самых успешных венчурных капиталистов отражается в этом вкладе, поскольку требуется самый разный опыт для поддержки компании на разных стратегических уровнях. Во-вторых, **доступ к внешним ресурсам, таким как сети рабочих контактов**, также был упомянут как важнейший вклад в пяти из семи случаев. Наконец, **целеустремленность к «выращиванию»** способного расширяться бизнеса была названа еще одной важнейшей характеристикой отлично работающего венчурного капиталиста.

Большинство портфельных компаний отметили, что также важным было исполнение венчурным капиталистом функций наставника, который постоянно воодушевляет и убеждает команду делать все возможное для развития предприятия, в том числе и в международном масштабе.

## 5. Заключение и перспективы на будущее

В этой работе освещаются некоторые важнейшие проблемы, существующие в европейском секторе венчурного инвестирования. Было обнаружено, что в последние годы структурные барьеры в форме существующих на рынках неоднородных предпочтений потребителей, а также недостаточных возможностей для осуществления выходов препятствовали получению высоких доходов от венчурных инвестиций.

С преодолением этих проблем структурного характера тем венчурным капиталистам, которые выбирали в качестве объекта для инвестирования бизнес-модели, обладающие большим потенциалом к расширению (либо через географические границы, либо вдоль потребительской вертикали), удалось получить существенные доходы. В исследовании рассмотрены некоторые из этих успешных выходов и выделены основные предпосылки к успешному выходу: управление, технология и рынки.

Однако до того, как выход может быть реализован, венчурному капиталисту приходится находить подходящую инвестиционную возможность, соответствующим образом инвестировать и заботливо развивать эту возможность до стадии зрелости. Эта напряженная и часто требующая больших усилий работа, как правило, бывает вознаграждена, при условии, что венчурный капиталист обладает целым набором умений и способностей.

С точки зрения венчурных инвесторов (LPs), в начале 1990-х годов на рынке венчурного капитала появилось несколько новых игроков, имеющих капитал, но не обладающих адекватным опытом или связями, необходимыми для управления компаниями на ранних стадиях развития и создания для них добавленной стоимости. Инвесторы относят низкий уровень доходов в Европе в первую очередь на счет присутствия на рынке венчурных капиталистов с

неудовлетворительным уровнем подготовки. За годы, прошедшие после бума 2001 года, количество венчурных капиталистов уменьшилось, и можно ожидать дальнейшего оскудения их рядов.

Во время интервью как инвесторы, так и предприниматели, подчеркивали важность наличия у венчурного капиталиста доступа к внешним ресурсам и опыта поиска подходящих сделок в данной отрасли индустрии. Предпринимательский опыт дает возможность венчурным капиталистам осознанно помогать портфельным компаниям вступать на путь быстрого развития. Возможно, с точки зрения инвесторов, главнейшим является контроль со стороны венчурного капиталиста над управлением капиталом, поддерживающий тонкий баланс между предоставлением достаточного для роста компании инвестирования и «капельным» подходом к финансированию, который может истощить компанию или сломить ее устремления стать игроком мирового масштаба.

Венчурный капиталист, у которого есть хорошо подобранная управляющая команда с опытом работы в данной отрасли, предпринимательским и инвестиционным опытом, был в центре внимания опрошенных инвесторов. В результате анализа были выявлены четыре главных фактора, которые лежали в основе хорошей репутации венчурного капиталиста и успешной инвестиционной стратегии: Опыт, Целеустремленность, Внешние ресурсы и Бизнес-модель.

Оценивая окружающие условия, венчурные капиталисты проявляют больше оптимизма по отношению к будущим возможностям по сравнению с инвесторами, потому что они находятся ближе к потоку сделок. Тем не менее венчурные капиталисты соглашаются с инвесторами в том, что перед европейскими венчурными капиталистами стоит проблема доказать, что тот риск, который принимает на себя инвестор, когда он вносит свои средства в фонд, обязательно обеспечит соразмерные ему прибыли. В этом отношении отмечается несколько обнадеживающих сдвигов.

Во-первых, наблюдается тенденция к увеличению количества высококачественных инвестиционных возможностей в связи с появлением во всех секторах серийных предпринимателей и новых технологий. Во-вторых, улучшение качества венчурных капиталистов предоставляет возможность «игры на лучшем поле» с разумными оценками в случае инвестиций ранних стадий, что может обеспечить соразмерные риску доходы. И, наконец, условия для осуществления выходов в Европе проявляют, хотя и не постоянно, признаки улучшения. Перечисленные факторы дают основания для оптимизма на ближайшее будущее.

## 6. Литература

De Clercq, D. / Goulet, P.K. / Kumpulainen, M. / Mäkelä, M. 2001: Portfolio investment strategies in the Finnish venture capital industry: a longitudinal study, in: *Venture Capital*, 3 (1), pp. 41-62.

EVCA. 2006: *EVCA Barometer May 2006*, Brussels.

EVCA. 2007: *EVCA Yearbook 2007: Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity*, Brussels.

Gupta, A. / Sapienza, H. 1992: Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments, in: *Journal of Business Venturing*, 7, pp. 347-362.

Hsu, D. 2004: What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? in: *Journal of Finance*, LIX (4), pp. 1805-1844.

Kaplan, S. / Schoar, A. 2003: Private equity performance: returns, persistence and capital.

Kaplan, S. / Strömberg, P. 2003: Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts, in: *Review of Economic Studies*, 70 (2), pp. 281-315.

Kaserer, C. / Diller, C. 2004: What drives cash flow based European private equity returns? Fund inflows, skilled GPs, and/or risk?, SSRN.

Manigart, S. / de Waele, K. / Wright, M. / Robbie, K. / Desbrières, P. / Sapienza, H. / Beekman, A. 2002: Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study, in: *Journal of Business Venturing*, 17, pp. 291-312.

Miles, M.B. / Huberman, A.M. 1994: *Qualitative data analysis – an expanded sourcebook*, Thousand Oaks.

Rosenstein, J. / Bruno, A. / Bygrave, W. / Taylor, N. 1993: The CEO, venture capitalists, and the board, in: Journal of Business Venturing, 8, pp. 99-113.

Sapienza, H. 1992: When do venture capitalists add value?, in: Journal of Business Venturing, 7, pp. 9-27.

Strauss, A. / Corbin, J. 1998: Basics of qualitative research: techniques and procedures for developing grounded theory, Thousand Oaks.

Thomson Financial/EVCA 2006: Pan-European Survey of Performance 2007, London/Brussels.

Wright, M. / Clarysse, B. / Mustar, P. / Lockett, A. 2007: Academic entrepreneurship in Europe. Cheltenham.

Zheng, Y. / Liu, J. / George, G. 2006. Dynamism in capabilities and networks: Implications for wealth creation in technology start-ups. Working Paper, Imperial College London.



## 7. Список сокращений

ADSL	Asymmetric Digital Subscriber Line – асимметрическая цифровая абонентская линия
CEO	Chief executive officer – Исполнительный директор, или Директор-распорядитель – старший по должности директор компании
CFO	Chief financial officer – Зам. директора по финансовым вопросам
CSO	Chief scientific officer – Зам. директора по научным вопросам
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association – Европейская Ассоциация прямого и венчурного инвестирования
IPO	Initial public offering – первоначальное публичное предложение
LP	Limited partner – партнер с ограниченной ответственностью
R&D	Research and Development – Исследования и разработки
SMEs	Small & Medium-Sized Enterprises – Малые и средние предприятия



EUROPEAN PRIVATE EQUITY &  
VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

## Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA)

EVCA была создана в 1983 году, ее штаб-квартира находится в Брюсселе. EVCA представляет интересы европейского сектора индустрии прямого инвестирования и поддерживает этот класс активов в Европе и во всем мире.

Объединяя около 1300 членов в Европе, EVCA исполняет функции, включающие в себя представительство интересов индустрии в органах управления и стандартизации; разработку профессиональных стандартов; проведение научных исследований; повышение квалификации и организацию форумов, облегчающих взаимодействия между своими членами и ключевыми участниками этой индустрии, включая институциональных инвесторов, предпринимателей, политиков и ученых не только в Европе, но и в других странах.

Адрес: Bastion Tower, Place du Champ de Mars 5,  
B-1050 Brussels, Belgium

Тел.: +32 2 715 00 20; Факс: +32 2 725 07 04;

e-mail: [info@evca.eu](mailto:info@evca.eu)

website: [www.evca.eu](http://www.evca.eu)