

# Американские венчурные инвестиции за рубежом

**М. К. Перова,**

*к. э. н., старший научный сотрудник Центра североамериканских исследований (ЦСАИ) Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е. М. Примакова Российской академии наук (ИМЭМО)*  
mkperova@yandex.ru



*В последние годы тенденция к расширению деятельности американских венчурных фирм за рубежом все более отчетливо проявляется в современном мире. Эта тенденция открывает венчурным фирмам новые инвестиционные возможности, параллельно оказывая влияние и на экономику принимающих стран.*

*В статье анализируются основные факторы, стимулирующие зарубежную активность венчурных фирм США (опыт предпринимательской деятельности, правила регулирования, появление в мире новых центров венчурного капитала), а также особенности географического размещения венчурных инвестиций.*

*Проведенное исследование базируется на научных публикациях иностранных специалистов, статистических материалах ведущих международных аналитических компаний, правовых документах.*

*Наиболее крупными странами размещения инвестиций США являются Китай, Индия, Канада, Израиль и Великобритания. Развивающиеся страны представляют огромный потенциальный рынок, и инвестиции в потребительский сегмент электронной торговли/B2C составляют здесь более половины всего объема вложений. Однако бизнес-модели, применяемые венчурными фирмами в этих странах, скорее являются готовыми бизнес-решениями западных компаний, фактически копиями.*

*Географическая близость и стабильность Канады, наличие в Израиле и Великобритании базы высококвалифицированных специалистов, обладающих глубокими знаниями в области современных технологий, рассматриваются как важнейшие преимущества этих стран в привлечении венчурного капитала США. Особое внимание в данной связи к инвестициям в такие сектора, как финансовые технологии, медицинские услуги, кибербезопасность и искусственный интеллект. Американские VC фирмы выигрывают, инвестируя в стартапы развитых стран, за счет возможностей диверсифицировать портфель активов, дополнить его необходимыми новыми знаниями, получая при этом растущие доходы.*

**Ключевые слова:** венчурная фирма США, опыт предпринимательской деятельности, инвестиции, новые технологии, крупный рынок, глобальная активность, растущие доходы.

**П**роблематика американской венчурной индустрии в ракурсе зарубежной географии, безусловно, представляет особый научный интерес. Эта разновидность вложений выделяется, прежде всего, инновационной составляющей и в современных условиях мировой экономики, ориентированной на развитие сфер деятельности, основанных на знаниях, значимость венчурных инвестиций будет только усиливаться.

Традиционное лидерство США в этом сегменте зарубежных вложений говорит не только об уровне конкурентоспособности американских венчурных фирм/VC фирм (venture firm), но и о весомом влиянии американской стороны на формирование общемировых тенденций в развитии венчурной индустрии.

В данной связи представляется важным выделить основные факторы, стимулирующие выход американских VC фирм на внешний рынок, а также рассмотреть особенности их вложений.

## **Основные предпосылки активизации деятельности венчурных фирм США за рубежом**

Американская венчурная индустрия, наиболее успешная по результатам деятельности, оказала заметное влияние не только на развитие данной сферы деятельности в других странах, но и мировую экономику в целом. Поддержка VC фирмами США на этапе становления таких динамично развивающихся технологических компаний, как Google, Yahoo, Facebook, Apple, Amazon, Microsoft дала мощный импульс изменениям в образе жизни людей, характере трудовой и производственной деятельности. В течение 2012-2017 гг. глобальные инвестиции венчурной индустрии выросли в 3,6 раза, с \$45,3 до 164,4 млрд, а количество сделок — в 1,3 раза, с 6823 до 11042 [17].

Важнейшим приоритетом американской венчурной индустрии является поддержка коммерциализации новых технологий, а своего рода индикатором

этой поддержки принято считать венчурные инвестиции. Традиционно привязанные к национальной экономике, VC фирмы США начали активизировать свою зарубежную деятельность в конце 1990-х гг. Однако кризисные явления в американской экономике приостановили продвижение на внешние рынки и лишь на рубеже нового десятилетия эти усилия возобновились.

Венчурные инвестиции представляют собой разновидность вложений, привлеченных в обмен на долю в собственности компании. Принадлежность к классу альтернативных инвестиций говорит о принципиально иной инвестиционной модели в сравнении с уже известными формами. Так, в отличие от прямых иностранных инвестиций/ПИИ, где определяющими факторами могут быть доступ к рынкам, ресурсам, стратегическим активам, здесь главный ориентир — сугубо финансовая выгода, высокая отдача на вложенный капитал, скорректированная на риск. Подобные инвестиции исследователи иногда называют «инвестициями в возможности» [2].

Венчурные фирмы не прибегают к внутренней трансформации компаний в целях обеспечения управленческого контроля, но осуществляют мониторинг инвестиций (отбор, управление, ликвидация) через членство в совете директоров, консультационные услуги, обеспечение финансовыми ресурсами.

Аналогия с портфельными вложениями объясняется скорее идентичным влиянием таких факторов, как процентные ставки, соотношение валютных курсов, уровень налогообложения и т. д. Вместе с тем VC инвестиции осуществляется в расчете на долговременный период, 5-7 лет, и выйти раньше из этих вложений невозможно. В сравнении с портфельными вложениями, венчурные инвестиции менее ликвидны и имеют более высокую степень риска.

В своем современном варианте VC фирма превратилась в структуру, которую возглавляет группа лиц, называемых полными партнерами (general partners/GP). GP принимает решения по всем ключевым вопросам: от приобретения компаний, формирующих портфель фирмы, до выхода из инвестиций. Привлечение финансовых ресурсов осуществляется через фонды, которые образуют ограниченное партнерство (limited partnership). В роли инвесторов в данном случае выступают страховые компании, пенсионные и благотворительные фонды, фонды пожертвований. Полученные средства инвестируются в портфельные компании. Источниками дохода фирм являются ежегодные управленческие платежи за услуги 2%, а также доля в прибыли фонда (перенесенный интерес) — 20%.

Хорошей основой для расширения географии венчурных вложений стала интенсивная динамика глобализации мировой экономики. Появились возможности для привлечения новых инвесторов в фонды, увеличилось число портфельных компаний — объектов вложений, сформировались и условия для варьирования стратегией выхода. Усилил значимость венчурных инвестиций в мировой экономике и научно-технологический прогресс. Результаты исследований Ernst&Young показывают, что доля трансграничных

сделок в мире в середине текущего десятилетия колебалась в пределах 9,9-10,3% стоимостного объема глобальной активности [6].

Поиск новых доходов подталкивал к выходу на внешний рынок и предпринимателей, накопивших уже достаточный опыт в рамках национальной экономики. Так, в компаниях, которые в период своего становления были поддержаны VC фондами, сегодня сосредоточено 38% общей численности занятых в акционерных компаниях США. С 1979 г. доля таких компаний в R&D частного сектора США поднялась к 82%, а вклад в ВВП страны достиг 21% [22].

За период 2012-2017 гг. инвестиции американских VC фирм увеличилась более чем вдвое, с \$32,6 до 71,9 млрд. Однако количество сделок, в которых эти средства были размещены, возросло лишь незначительно, 4624 в 2012 г. против 5052 в 2017 г. [17]. Рекордной отметки достигло в 2017 г. число мегараундов (1 мегараунд более \$100 млн) — 109. В этом же году в США появилось 22 единорога/unicorn (стоимость более \$1 млрд), в 2015 г. — было 41 и этот показатель пока зафиксирован как максимальный. Согласно оценкам на середину 2017 г., США являются страной базирования 106 компаний единорогов, наиболее крупные в этом сегменте Uber (\$68 млрд) — сервис и мобильное приложение для поиска такси, Airbnb (\$29,3 млрд) — онлайн-площадка для аренды жилья.

В отраслевой структуре венчурных вложений первые позиции прочно занимают интернет, здравоохранение, мобильные и телекоммуникационные технологии, программное обеспечение (non-internet/mobile), потребительские товары и услуги. Однако 2017 г., став рекордным для вложений в сферу искусственного интеллекта, может внести изменения в эту отраслевую картину. Годовой объем финансирования данной сферы вырос на 28%, а количество сделок достигло своего максимального уровня — 444 [17]. Динамичный рост продемонстрировала и кибербезопасность, где финансирование за год увеличилось на 40%, а количество мегараундов достигло 7 [17].

Вместе с тем за счет укрепления позиций стран конкурентов и, прежде всего, Китая, доля США в стоимостном объеме глобальных сделок заметно упала, с 75% в 2005 г. до 44% в 2017 г. [15]. Впервые в 2015 г. страной базирования 3 из 5 крупнейших сделок в мире стал Китай. Но в целом лидерство остается за американской стороной и его подтверждают ведущие позиции в мире венчурных фирм США. Так, по итогам 2016 г., 9 представителей США, возглавляемые 500 Startups (инвестиции в 134 компании), вошли в число 10 крупнейших венчурных инвесторов мира [23].

Высокоразвитую венчурную индустрию США не миновало и типичное для зрелой сферы деятельности усиление соперничества. Так, увеличение финансирования в 2017 г. на 17% по сравнению с 2016 г., сопровождалось сокращением количества сделок на 4%, причем это был самый низкий уровень с 2012 г. [17]. Ощутимый разрыв наблюдался и в Кремниевой долине/Silicon Valley, соответственно, 57 и 5% [1]. Обострилась также конкуренция за высококачественные сделки, что, в частности, подтверждает их устойчиво высокая медианная стоимость. Сокращение привле-

кательных возможностей внутри страны, как правило, говорит о падении доходов и заставляет фирмы активизировать свою деятельность за рубежом.

Выход на внешний рынок VC фирм подтолкнул и приток в эти структуры финансовых средств со стороны институциональных инвесторов. Растущее число пенсионеров и необходимость в этой связи постоянно расширять финансирование пенсионных обязательств увеличило спрос на высокодоходные венчурные активы. Предполагается, что за период 2012-2050 гг. население США в возрасте 65+ увеличится почти вдвое и достигнет 83,7 млн чел.

Дополнительной импульс тенденции придала и посткризисная политика количественного смягчения в США. Стремление регулятора удерживать процентные ставки на крайне низком уровне негативно повлияло на ожидаемые доходы от вложений в инструменты с фиксированной процентной ставкой и увеличило вероятность возникновения пробелов в финансировании.

Растущие масштабы имеющихся в распоряжении средств, сделали неэффективным для институциональных инвесторов их размещение в небольших венчурных фондах, объектом внимания которых является ранняя стадия сделок. Приоритетными для LPs становятся вложения в более крупные активы, которые сосредоточены на последних стадиях жизненного цикла компаний. Общая направленность в пользу небольшого количества более крупных фондов позволяет снизить риски, помогает лучше абсорбировать потери без влияния на долгосрочную рентабельность фонда, сдерживать давление LPs, которые, как правило, настаивают на быстром вложении средств. Однако в проигрыше деятельность на ранней стадии, исходно важной для функционирования всего жизненного цикла компаний. Так, в четвертом квартале 2017 г. активность в посевном раунде упала до 8-квартального минимума и составила лишь 22% [17].

Произошли изменения и в правовой атмосфере предпринимательской деятельности. В ходе реформы в сфере финансового регулирования, ориентированной на предотвращение возможных негативных последствий кризисов и стабильность финансовой системы, законодательную поддержку получила защита инвесторов от финансовых злоупотреблений. Объектом внимания в данном случае стала и категория инвестиционных консультантов фондов венчурного капитала.

В целях осуществления ключевых положений Title IV of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (the «Dodd-Frank Act») Комиссия по ценным бумагам и бирже США (The United States Securities and Exchange Commission/SEC) ввела новые правила регулирования, под которые подпадает и деятельность этих консультантов.

Section 407 the «Dodd-Frank Act» (Закон Додда-Франка) содержит переработанную Section 203(1) of the the Investment Advisers Act of 1940, которая освобождает инвестиционных консультантов одного или нескольких фондов венчурного капитала от регистрации [18]. Однако это исключение не означает освобождение от предоставления информации по форме ADV в SEC, которая к тому же должна еже-

годно обновляться [19]. Такая информация SEC необходима в целях расширения возможностей надзора за деятельностью консультантов фондов. В этот перечень входят сведения о частных фондах, которые они консультируют, о бизнесе, включая данные о клиентах и сотрудниках, особенностях деловой практике, где может быть конфликт интересов, например, использование аффилированных брокеров.

Принятый подход потребовал и уточнения определения фонда венчурного капитала. SEC выделяет следующие основные характеристики такого фонда: частный; реализующий стратегию венчурного капитала; осуществляющий вложения в квалифицированные инвестиции (преимущественно акции частных компаний); не более 20% в неквалифицированные инвестиции (инвестиции в публичные компании), без права погашения; объем краткосрочных займов ограничен [20].

Упомянутые выше изменения сопровождалось формированием благоприятной внешней среды для деятельности американских VC фирм. К традиционным западным партнерам присоединились и представители развивающихся стран. Устойчиво быстрый экономический рост в Китае и Индии, соответственно, 6,8 и 6,7% в 2017 г., акцент на технологическое развитие, финансовые реформы, совершенствование систем регулирования дали своего рода импульс развитию здесь венчурной индустрии [11]. Так, в Китае, к середине текущего десятилетия уже функционировало свыше 1600 технологических инкубаторов, поддержавших более 80 тыс. стартапов, 115 университетских технологических центров, было создано 170 тыс. новых рабочих мест [12]. К важнейшим преимуществам Индии можно отнести мощный потенциал программного обеспечения и связанных с ним ИТ-услуг.

Формирующаяся рыночная среда также способствовала развитию мелкого и среднего бизнеса. Внутренний экономический рост стимулировал расширение деятельности, и национальные компании часто искали партнеров для финансирования своих операций, а также возможного выхода на внешние рынки. Вместе с тем в Китае только 3% из 42 млн представителей такого бизнеса имели доступ к банковским кредитам [26]. Устранение подобных пробелов в финансовой сфере также подталкивало приток венчурных средств.

Укрепление позиций развивающихся стран в мировой венчурной индустрии подтверждает и наличие здесь компаний единорогов. Так, Китай является страной базирования 98 единорогов, крупнейшими являются Didi Chuxing (\$50 млрд) — мобильный сервис по вызову такси, Xiaomi (\$46 млрд) — потребительская электроника, Lu.com (\$18,5 млрд) — платформа онлайн-кредитования. В Индии функционируют 10 компаний единорогов, в лидерах онлайн-магазины розничной торговли Flipkart (\$11,6 млрд) и Snapdeal (\$7 млрд).

## Особенности современной практики вложений венчурных фирм США

Изменение в бизнес-модели фирм венчурного капитала — от инвестирования внутри страны к глобальному подходу — сопровождалось растущим внима-

нием научного и делового сообщества к проблематике стран размещения инвестиций. Так, Дж. Айзенман и Дж. Кендалл подчеркивают влияние таких факторов, как географическое расположение, общность языковой принадлежности, наличие высокоразвитого человеческого капитала, условия, в которых функционируют бизнес, состояние финансовых рынков [2]. И. Гулер и М. Гуйен связывают решение о выходе на внешний рынок с особенностями институциональной среды. Авторы приходят к выводу, что фирмы размещают вложения в странах, где технологические, правовые, финансовые и политические институты стимулируют инновационные возможности, защищают права инвесторов, гарантируют правовую стабильность [10]. Т. Тыквова и А. Шертлер рассматривают проблему в контексте экономического роста, рыночной капитализации, налогообложения и в целом правовой среды принимающей страны [21].

При всем многообразии факторов, привлекающих венчурный капитал, исходно важную роль в практике успешного инвестирования играет выбор конкретных объектов вложений. Этот выбор, как правило, опирается на жесткую селекцию поступающих предложений, при этом внимание фирм, сосредоточено на небольших компаниях, с мощным потенциалом роста и выходом на прибыльность в сжатые сроки. Обобщая имеющуюся практику, US National Venture Capital Association делает вывод о том, что на 100 бизнес-планов, которые поступают в VC фирму, рассматриваются около 10 и лишь одному предоставляется финансирование.

В современных условиях, когда все больше видов деятельности переносится в цифровую сферу, анализ возможностей компаний усложняется, при этом оценка влияния цифровых технологий на долю рынка, маржу и рост целевого актива приобретает важнейшее значение. Выбор также зависит от степени риска, характера страны, состава партнерства. В данной связи представляются вполне убедительными результаты исследования, включившего 681 фирму, которые показали, что ключевую роль в отборе компаний играет профессионализм команды менеджеров [9].

Однако венчурные фирмы могут не только выявить, но и значительно повысить стоимость перспективного предложения. Наряду с финансовыми ресурсами эти фирмы обеспечивают организационную, управленческую, и технологическую деятельность портфельных компаний, предоставляют консультационные услуги, выстраивают новые отношения с потребителями, оказывают содействие по линии маркетинга. Венчурные фирмы, которые добиваются наиболее оптимального сочетания оценки портфеля и инвестиционных результатов принято относить к категории «smart money venture capital firms»/венчурные фирмы с умными или интеллектуальными деньгами.

Вполне логичными выглядят и отраслевые предпочтения VC фирм, которые, в частности, концентрируются в рамках потребительского сектора, где реагируя на меняющиеся запросы клиентов можно выйти на окупаемость инвестиций в относительно короткий период.

*Развивающиеся страны.* Хорошие коммерческие возможности в данном случае открывают выход на

крупные рынки таких развивающихся стран, как Китай и Индия, где динамика экономического роста стала мощнейшим катализатором потребительских расходов. Растущий спрос подталкивает объем продаж, увеличивается и прибыль, ожидаемая от вложений. Вывод на такой рынок коммерчески жизнеспособных предприятий вполне позволяет венчурным инвесторам рассчитывать на существенное увеличение поступлений по линии портфельных компаний.

Весомый вклад в данную тенденцию вносит и сформировавшаяся в этих странах представительная прослойка среднего класса, которая к тому же может заметно разрастись за счет прироста населения. Превращение 1% огромного населения Китая в представителей среднего класса через 3 года может дать 16 млн новых потребителей. В данной связи нельзя не согласиться с К. Редди, соучредителем и управляющим партнером одного из фондов Blume Ventures, который считает, что за пределами США есть еще немного рынков, которые растут. В Индии и Китае можно найти такие рынки, которые вырастут в 3-4 раза к 2020 г. и этот показатель выше, чем у любого западного рынка [3].

Фактически проложили путь к венчурному партнерству с Китаем такие американские фирмы, как GSR Ventures, поддерживавшая на ранних этапах известный ныне туристический поисковый сервис Qunar, а также GGV Capital, осуществившая значительные инвестиции в Alibaba Group. Сегодня стартапы Индии и Китая есть в портфеле ведущих фирм Кремниевой долины. В частности, Accel Partners инвестировала во Flipkart, участвуя в серии D в 2012 г., серии E в 2013 г. и в серии G в 2014 г.

Стремление к увеличению прибыли на этих рынках нередко перевешивает и риски. Так, в Индии медианный размер сделки, заключаемой компанией на стадии получения прибыли, в 2013 г. составил \$45,8 млрд, что было в 4,6 раза выше, чем в Китае и в 8,2 раза, нежели в США [7].

Меняющаяся роль развивающихся стран в качестве покупателей в условиях большой доступности и дешевизны ИКТ, распространения широкополосного интернета, мобильной связи и падающей стоимости смартфонов привела к значительному росту инвестиций в потребительском сегменте электронной торговли (e-commerce). Хорошей предпосылкой для подобного рода инвестиций стало растущее число пользователей интернета в развивающихся странах — более половины общемирового показателя, причем Китай и Индия на позициях лидеров в этой таблице о рангах. В сложившихся условиях пользователь интернет фактически превращается в покупателя.

В период 2005-2014 гг. американские венчурные инвестиции В2С в Азии составили 53% общего объема этих вложений, в Африке — 62%, в Латинской Америке — 59%, в Центральной Америке — 78% [13]. Крупнейшей сделкой e-commerce 2017 г., в которой участвовало американское подразделение Sequoia Capital China, стало финансирование China Internet Plus (\$4 млрд).

Успех и укрепление позиций на этих рынках требует особого подхода, адекватного местным условиям и предпочтениям потребителей. Так, в Китае данная

категория скорее находится под влиянием рекомендаций контактов в социальных сетях, в то время как в Индии, где преимущественно используют мобильный телефон, доминируют аудио услуги. Увеличение продаж необходимо увязывать и с разнообразием доступных способов оплаты — наличные и кредитные карты, мобильные платежи, разработка собственных платежных решений. В Индии кредитные карты не получили широкого распространения. Однако один из индийских электронных кошельков Paytm отчитался об аудитории в 200 млн человек — показатель, сравнимый с сервисом PayPal, которым пользуются по всему миру.

Опыт развивающихся стран позволяет выделить и три направления e-commerce, где доминируют инвестиции «smart money»: электронная торговая площадка, в основном реализуется одежда, мебель, электроника; услуги по доставке продуктов; онлайн-продажи фирменных продуктов собственного производства. Важно при этом отметить, что Китай и Индия располагают хорошо подготовленными специалистами, труд которых обходится сравнительно дешево, но которые, могут выстроить инфраструктуру местных услуг, адекватных требованиям пользователей.

Нельзя не отметить и изобретательность американских инвесторов в выборе способов взаимодействия между бизнесом и потребителями. Так, выйти на необходимый уровень рентабельности стартапу GrubMarket (онлайн доставка) помогли поставки на огромный китайский рынок продуктов питания. Эти поставки обеспечило партнерство с крупнейшими компаниями электронной торговли Alibaba и JD.com. Формальное участие данных компаний не было существенным, они могли рассчитывать не более чем на 5% поступлений. Однако сделке предшествовало обещание основателя Alibaba Дж. Ма президенту США Д. Трампу создать 1 млн рабочих мест для мелкого бизнеса и фермеров в целях продажи американских товаров азиатским потребителям, используя при этом платформу Alibaba. На этом фоне GrubMarket удалось привлечь более \$30 млн в трех раундах финансирования.

Таким образом, интернет обеспечил новые способы привлечения клиентов, социальные сети взяли на себя роль инструмента маркетинга, а ИКТ, функционирующие внутри компаний, подтолкнули оптимизацию бизнес-процессов. Выгоды инвесторов очевидны — более высокая доля продаж относительно объема иностранных активов, снижение транзакционных издержек, расширение клиентской базы за счет растущего ассортимента, обеспечиваемого дистанционной поставкой товаров и услуг.

*Европейские страны.* Американские инвесторы выигрывают и за счет инвестиций в европейские страны. Сама природа венчурной индустрии диктует вложения в сектора, где применяются новые технологии, с высоким потенциалом роста, что позволяет повысить эффективность, упрочить конкурентные позиции и довольно быстро продвигаться по пути реализации добавленной стоимости, увеличивая доходы. Расширяя географию таких вложений, VC фирмы стремятся укрепить и дополнить свой потенциал за счет новых источников знаний и инновационных идей, привле-

чения технологически компетентных специалистов, доступа к передовым технологиям

Так, Великобритания, традиционно функционируя в роли мирового финансового центра, в последнее время заметно усилила свои позиции и в сфере технологий. Именно в Великобритании были разработаны мощные музыкальные сервисы SoundCloud, Spotify, получившие мировое признание. В 2014 г. на долю американских технологических инвесторов приходилось более половины средств, привлеченных стартапами, базирующимися в Лондоне, тогда как обычно этот показатель не выходил за уровень 2% [5]. Активизировали свою деятельность в Европе такие ведущие американские фирмы, как US Union Square Ventures, NEA, Sequoia Capital, and Andreessen Horowitz. В частности, крупнейшим бенефициаром американского капитала стал Skyscanner (веб-поиск информации о воздушных перевозках), где Sequoia приняла участие в нескольких раундах финансирования. Эти ощутимые перемены в деятельности американской стороны Саймон Кук, владелец уже бывшей британской DFJ Esprit, связал с глобальным потенциалом компаний, появляющихся в Европе [1].

Важнейшим направлением отраслевой диверсификации портфеля активов американских VC фирм становится сектор финансовых технологий/FinTech, где сконцентрированы огромные возможности для инноваций в снижении издержек и расширении выбора финансовых услуг для клиентов. Существенные изменения в функционирование FinTech уже внесли Regtech — сервисы, предоставляющие готовые решения в области регулирования, а также Blockchain, возможности которого позволяют избежать информационных и финансовых посредников. Необходимо также отметить, что в 2015 г. объем сделок в FinTech только Лондона почти в 3 раза превышал его американский аналог.

В этом же году Великобритания заняла первое место среди семи ведущих мировых FinTech центров по результатам аналитического доклада Ernst&Young. Рейтинг был построен на основе таких показателей, как доступ к инвестициям, отношение власти к инновациям, спрос на FinTech услуги и квалификация кадров. В частности, в сфере FinTech Великобритании было занято 61 тыс. чел, впереди только Калифорния — 74 тыс. Однако Великобритания лидировала в мире по количеству профессиональных разработчиков новых технологий [8].

Преодолев ослабление рыночной конъюнктуры и заметное падение инвестиций в 2016 г., британский FinTech сумел в 2017 г., выйти на второе место, вслед за США, отгнав при этом Китай. Вложения в стартапы Великобритании в этом же году достигли \$1,8 млрд (224 сделки), причем 25% этих средств поступило из Северной Америки. Сделки, в которых привлекли финансовые средства британские TransferWise (\$280 млн) и OakNorth (\$203 млн), вошли в число 20 крупнейших в мире [16]. В частности, круг инвесторов TransferWise включил такие американские фирмы, как IVP, Sapphire Venture, реинвестировал и часть ранее вложенных средств Andreessen Horowitz.

Но США выигрывают не только за счет доступа к компетентным специалистам и новым идеям, но и

цены приобретаемой компании. Стартапы в Берлине, Лондоне, Париже и Стокгольме обычно обходятся значительно дешевле, чем в США, не столь остро стоит и вопрос конкуренции. Вместе с тем лишь незначительная часть таких компаний приблизилась к оценке в \$1 млрд. Особые трудности поджидают компании в раундах финансирования В и С. Практика показывает, что европейские стартапы привлекают больше денег и растут быстрее, когда их поддерживает венчурный капитал США.

Широкий спектр возможностей для венчурных фирм открывает сфера медицинских услуг — от ведения учета больных до интеграции операционных функций в области управления персоналом, а также биофармацевтика. Новые технологии заметно изменили современное здравоохранение и значительно усилили возможности не только провайдеров и поставщиков, но и пациентов. По предварительным оценкам на 2017 г., доходы в мире в сфере медицинского обслуживания с помощью мобильных телефонов составят \$23 млрд [24]. В стареющем и благополучном населении западных стран востребованность таких услуг растет, вполне отчетливо просматриваются и возможности увеличения финансовой выгоды в расчете на конкретного потребителя.

Американские VC фирмы заняли ведущие позиции практически во всех основных сегментах современного здравоохранения. Так, по итогам 2016 г., New Enterprise Associates/NEA стала наиболее активным инвестором в стартапах, производящих медицинские приборы. В 2012-2017 гг. американские Khosla Ventures, Andreessen Horowitz, Sequoia Capital лидировали в цифровой медицине.

Ведущим инвестором в иностранные стартапы в области фармацевтики является OrbiMed Advisors. В частности, OrbiMed Advisors и Vivo Capital возглавили финансирование в раунде В (\$120 млн) австрийской биотехнологической компании Nabriva Therapeutics, специализирующейся на разработке нового класса антибиотиков для лечения инфекций. OrbiMed Advisors, приняла участие в раунде (US \$32 million) совместного финансирования биофармацевтической компании Affimed Therapeutic (Германия, Гейдельберг), которая работает в области иммунотерапии рака. Значительные средства (мегаранд А в объеме \$320 млн) в разработку Immunocore Limited (Великобритания) противоракового средства нового поколения также вложила и Woodford Investment Management. Участвуя в 70% сделок, США являются мировым лидером в совершенствовании различных методов лечения онкологических заболеваний.

Наряду с совместным финансированием важным элементом американского подхода становится и учет специфики условий внешних рынков на этапе научной разработки. В частности, стартап <http://www.nea.com> работает над интегрированной платформой для получения изображений внутренней части сердца, позволяющий врачам подбирать адекватный вариант процедуры лечения. Сопровождает это научное исследование подготовка вопросов к получению одобрения регулирующих органов в Европе.

В фокусе инвестиционных интересов американских VC фирм и такие инновационные технологии, как кибербезопасность и искусственный интеллект. Эти технологии находят применение в самом широком перечне видов деятельности, от технологического сектора до предприятий традиционных отраслей: автомобильной, финансовые услуги, здравоохранение, соответственно, расширяется и круг потребителей, а значит, растут и доходы. В частности, сферами применения искусственного интеллекта/AI являются интеллектуальная аналитика, автономная работа оборудования и техники, распознавание речи, обнаружение мошенничества и т. д.

Мощным потенциалом таких технологий обладает венчурная индустрия Израиля, где частное финансирование инновационной деятельности дополняет государственная поддержка. Израиль является крупнейшим партнером США в сфере кибербезопасности и занимает 2-е место в мире по объему привлеченных в эту сферу инвестиций. К концу 2017 г. здесь действовало около 420 компаний, а в роли наиболее активных инвесторов выступают YL Ventures и JVP Cyber Labs. Так, YL Ventures недавно создала третий фонд которому удалось привлечь \$75 млн. Предполагается, что в течение года YL Ventures будет инвестировать в 2-3 израильские компании на ранней стадии жизненного цикла.

Наряду с задачами совершенствования инновационных продуктов, VC фирмы заинтересованы и в разработке глобальных решений. В этих целях была профинансирована, в частности, израильская Checkmarx, ведущий поставщик решений для защиты приложений. В роли инвестора, в объеме \$74 млн, выступила американская Insight Venture Partners.

В 2017 г., рекордный год для финансирования сферы искусственного интеллекта в американской практике, одной из крупнейших мегасделок стали вложения в израильскую компанию Lemonade в раунде С (\$120 млн), занимающуюся онлайн-страхованием. В круг инвесторов вошли такие американские фирмы, как Sequoia Capital, General Catalyst.

AI является объектом особого внимания и ближайшего по географии партнера США, Канады. Занимая в мире 3-е место по объему привлекаемых инвестиций в эту сферу, Канада фактически выбрала AI своим главным направлением в инновационной деятельности, что, безусловно, стимулирует и американские инвестиции. Так, венчурная фирма США Data Collective (DCVC) возглавила крупнейший раунд финансирования A (\$102 млн) канадской компании Element AI при участии широкого спектра инвесторов, среди которых и крупные корпорации США — Microsoft, Intel and Nvidia. Уникальность подобной AI-платформы состоит в сотрудничестве компаний, создающих или желающих внедрять у себя технологии искусственного интеллекта, но не обладающих достаточными для этого специалистами, а также другими ресурсами.

В практике американских фирм и использование географической дифференциации условий активности. Так, в Канаде доля сделок национальных компаний в ранней стадии находится на высочайшем уровне, затем активность заметно снижается. Предпочтения аме-

риканских инвесторов в этой стране прямо противоположны — на них приходится 33% сделок в первом случае и 58% — на последних стадиях [4].

Ориентация в размещении инвестиций на преимущественно страны, которые являются ключевыми игроками в мировой венчурной индустрии — Китай, Индия, Израиль, Великобритания — безусловно, влияет на общие результаты современной практики вложений VC фирм США.

Вместе с тем успешная деятельность венчурных фирм проявляется, прежде всего, в растущей стоимости бизнеса на выходе из инвестиций. Принципиально важен в данном случае источник роста поступлений, прибыль как результат совершенствования деятельности портфельных компаний. В частности, в практике фонда MPM BioVentures IV был зафиксирован рост внутренней нормы доходности (IRR/internal rate of return), выраженный двузначным числом [14].

В целом же проблема выхода из инвестиций в венчурной индустрии преимущественно решается за счет слияний и поглощений. В частности, более 360 компаний, поддержанных New Enterprise Associates, воспользовались этим способом, а 210 вышли на IPO. Применяется в американской практике и такой вариант выхода из инвестиций как продажа стратегическому покупателю, в частности, в рамках американо-израильских взаимосвязей. В роли покупателей в данном случае выступают крупнейшие американские ТНК. В частности, компания Microsoft менее чем за год приобрела стартап Aorato (корпоративная информационная безопасность), Equivio (программное обеспечение для анализа юридических документов и корпоративной информации), Surface Pen (разработчик «цифровой ручки» для планшетов), Adallom (информационная безопасность в облаке).

### К оценке некоторых последствий венчурных вложений

Привлечение венчурных инвестиций в целом позитивно сказывается на экономике стран размещения этих вложений. Так, поддержка динамично растущих компаний может в перспективе усилить их роль в экономике принимающей страны. Инвестиции в сектора, связанные с инновационной деятельностью, вносят вклад в повышение эффективности и укрепление конкурентных позиций компаний.

Доступность и дешевизна ИКТ, новые каналы сбыта, прозрачность цен, безусловно, подталкивают перестройку торговли и производства в развивающихся странах. Важно при этом отметить, что если в начальной период активности VC фирм предоставляли финансирование преимущественно на ранней и поздней стадии, то к середине этого десятилетия заметно выросла и доля посевного раунда. Подобное выравнивание, безусловно, позитивно сказывается на жизненном цикле компаний.

Вместе с тем в Азии 35% венчурных инвестиций направляется в интернет компании розничной торговли, в Африке — 55%, в Латинской Америке — 41%, тогда как в США этот показатель составляет 2%, в Европе — чуть более 3% [13]. Подобный разброс подтверждает уже

привычное мнение о копиях инновационного бизнеса США, размещаемых в развивающихся странах [25].

Есть проблемы и у европейских партнеров. Наиболее уязвимым аспектом развития взаимосвязей в данном случае является предложение американской стороны о преобразовании зарубежной компании в собственность холдинговой компании США, которое рассматривается как предпосылка привлечения американских средств. Значительная часть венчурных инвесторов считает, что европейские стартапы недостаточно профессиональны, чтобы управлять зарубежными вложениями и в этой связи требуют размещения ключевых функций менеджмента поближе к центру принятия решений, то есть фонду американского партнера. Инвесторы хотят видеть присутствие европейских стартапов в США до старта вложений. В США уже действует апробированная схема — Delaware Flip Transaction — перенос участия в собственности зарубежной компании в американскую холдинговую компанию. Однако подобный подход фактически лишает европейские компании грантов и стимулов, предоставляемых государством, есть проблемы и в сфере налогообложения.

Но и американские инвесторы сталкиваются с трудностями, которые, в основном касаются сферы регулирования. Так, перед американской венчурной фирмой GGVCapital встал проблема организации фонда в юанях в Китае. В соответствии с нормами регулирования принимающей страны, фонд в юанях открывал больше возможностей применительно к таким секторам, как медиа, культура, финансовые услуги и социальные сети. К тому же такой фонд поставил бы GGVCapital в равные условия с другими американскими фирмами, которые уже имеют фонды в юанях и долларах. Не урегулировав эту проблему, GGVCapital проигрывала бы даже своим соотечественникам.

Традиционно важным вопросом для американской стороны является также соблюдение Китаем норм регулирования, защищающих права интеллектуальной собственности.

Далеко не всегда удается инвесторам США выиграть и в конкурентной борьбе. В частности, стоило представителям американского бизнеса ослабить позиции в Латинской Америке, как тут же активизировались китайские инвесторы и, прежде всего, технологические гиганты. Так, Alibaba, объявила программу по обмену передовым опытом в области логистики и платежных инструментов с компаниями Мексики.

Критично воспринимает американская сторона и деятельность государственных пенсионных фондов Канады, которые инвестируют в американские структуры без уплаты налогов по обе стороны границы, нарушая, таким образом, условия конкуренции.

Вместе с тем в специфике географии венчурных вложений заложены крайне важные для американских инвесторов возможности выхода на рынки других стран. Так, специализация Лондона в качестве центра не только FinTech, но и Blockchain инноваций стала для американского стартапа ItBit (платформа для торговли биткоинами) веским аргументом при учреждении здесь своего подразделения, через которое планируется выход на рынки Европы, Ближнего Востока и Африки

Однако выиграть могут не только предприниматели США, но и общество в целом. Участие в финансировании венчурных вложений позволяет в перспективе рассчитывать и на вклад в обеспечение растущих выплат по пенсионным обязательствам гражданам страны.

## Список использованных источников

1. M. Ahmed. US Investors Pump Funds into Europe's Digital Scene. The Financial Times, 2014, August 19.
2. J. Aizenman, J. Kendall. The Internationalization of Venture Capital and Private Equity. NBER Working Paper 14344, Cambridge, September, 2008. 35 p.
3. J. Anand. Top Global Venture Capitals Shift Focus to India, China. The Times of India. 2015, June 17. Available at <https://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/Top-global-venture-capitals-shift-focus-to-India-China/articleshow/47697331.cms>.
4. The Canadian AI Ecosystem: A 2018 Profile. Green Technology Asia Pte Ltd. <http://www.greentechasia.com/the-canadian-ai-ecosystem-a-2018-profile>. 15 p.
5. CBINSIGHTS. Venture Capital to London Tech Companies Hits \$1.2 Billion In Last Year. May 29, 2014. <https://www.cbinsights.com/research/london-venture-capital-2013>.
6. EY. Global IPO Trends, 2015. Q1. 16 p.
7. EY. Global Venture Capital Insights and Trends, 2014. 28 p.
8. EY. UK FinTech: on the Cutting Edge, 2016. 130 p.
9. P. Gompers, W. Gornall, S. Kaplan, I. Strebulaev. How Do Venture Capitalist Make Decisions? NBER Working Paper 22587, Cambridge, September, 2016. 63 p.
10. I. Guler, M. Guillén. Institutions and the Internationalization of US Venture Capital Firm//Journal of International Business Studies, 2010, vol. 41. P.185-205.
11. International Monetary Fund. World Economic Outlook 2018. For release. 2018, January 22. 8 p.
12. Lin Lin. Re-engineering A Venture Capital Market: The Case of China. 2015, July. 54 p. [http://law.nus.edu.sg/wps/pdfs/007\\_2015\\_Lin%20Lin.pdf](http://law.nus.edu.sg/wps/pdfs/007_2015_Lin%20Lin.pdf).
13. A. Lykken B2C Investment Skyrockets Outside the Developed World. , 2014, March, 07. <https://pitchbook.com/news/articles/b2c-investment-skyrockets-outside-the-developed-world>.
14. MPM Capital Closes \$550 Million BioVentures IV Healthcare Venture Fund. 2007, March 5. <https://www.businesswire.com/news/home/20070305005440/en/MPM-Capital-Closes-550-Million-BioVentures-IV>.
15. National Science Board. Science & Engineering Indicators 2016. Chapter 6. 122 p.
16. PitchBook. 2017 VC FinTech Investment Landscape. Innovative Finance, 2017, February. 24 p.
17. PwC | CB Insights. Money Tree Report™, Q4. 100 p.
18. SEC. 17 CFR Parts 275 and 279. 203(l).
19. SEC. 17 CFR Parts 275 and 279. 204-4.
20. SEC. 17 CFR Part 275. 203(l)-1.
21. A. Schertler, T. Tykvova. What Lures Cross-Border Venture Capital Inflows? Centre for European Research. Discussion Paper No. 10-00, January 2010. 30 p.
22. Select USA. <https://www.selectusa.gov/financial-services-industry-united-states>
23. <https://www.statista.com/statistics/451469/leading-venture-capital-investors-by-number-of-deal>.
24. <https://www.statista.com/statistics/219262/global-mobile-health-market-share-forecast-by-service-category>.
25. VC Clone Home//The Economist, 2012, vol. 403, № 8787. P. 72.
26. World Economic Forum. Alternative Investments 2020: The Future of Capital for Entrepreneurs and SMEs, 2016, February. 29 p.

## US venture investment abroad

**M. K. Perova**, cand. sc. (econ.), senior researcher, Center for North American studies, Primakov national research institute of World economy and international relations, Russian academy of science (IMEMO).

The present paper focuses on the trend towards worldwide activity of the US venture capital firms. This trend is important not only in providing new opportunities for venture firms, but also for the innovation of local economies.

The study of this issue implies the analysis of the main factors inducing global activity (experience of entrepreneurial activity, regulations, the emergence of new hubs for venture capital as China and India) and also special features of geographic distribution of the US venture investment.

This scientific research is based on publications of foreign researchers, statistical information of leading international analytical companies and legal instruments.

Venture industry is an important driver of the US economy, increase the level of innovation, promote employment and generate revenue. But the trend to a larger average deal size and a declining in deal count leads to strong competition and pushing to enter the foreign markets.

The top countries receiving US venture investment are China, India, Canada, Israel and Great Britain. Developing countries represent a huge potential market and investment in business to consumer electronic commerce account for more than half of venture financing here. At the same time the business models employed by US venture firms in these countries are more akin to franchises.

Canada's proximity and stability, Israel and Great Britain's skilled talent base and deep expertise in modern technology are also appealing factors to the US venture firms. A special attention is paid to investment in such sectors as financial technology, healthcare, cybersecurity and artificial intelligence. Investing in these countries, the US firms also benefit from the opportunities to diversify their portfolio, to complement their existing capabilities with new knowledge and get growing returns.

**Keywords:** US venture capital firm, experience of entrepreneurial activity, investment, new technology, large market, global activity, growing returns.