

Создание сектора венчурного капитала в Беларуси: государственное участие, налоговые льготы и акселераторы

Александр Леманн

Немецкая экономическая группа в Беларуси

Берлин/Минск, апрель 2019 г.

Резюме

На основании вопросов, подготовленных Комитетом, мы рассматриваем в настоящей презентации три основных направления:

- I. Государственное участие и налоговые инициативы при создании сектора венчурного капитала
- II. Компании в сфере хай-тек и динамично развивающиеся компании и местный рынок капитала – стимулы для выпуска ценных бумаг и торговые льготы
- III. «Бизнес-ангелы», инкубаторы и акселераторы

Ссылки

Контактные данные

I. Государственное участие и налоговые льготы в секторе венчурного капитала

Участие государственного сектора в венчурном капитале: возможные соображения

- Более низкие капитальные издержки для государства, более длительный горизонт инвестиций по сравнению с частными инвесторами (которые стремятся к внутренним ставкам дохода в 15-20%)
- Потенциально сложный выход (через 5-7 лет) со все еще неликвидного местного рынка в меньшей степени является проблемой для поддерживаемых государством инвесторов
- Более низкие затраты на экспертизу «дью дилидженс» при изучении большого количества потенциальных компаний-инвесторов, например из-за предшествующего участия или ранее существовавшего местного присутствия
- Официальные фонды венчурного капитала в меньшей степени будут сдерживаться регуляторными рисками или будут менее подвержены ему
- Поддержка через фонды венчурного капитала государственного сектора может снизить вероятность злоупотреблений со стороны инсайдеров в частных компаниях

В равной степени существует множество рисков и подводных камней

- Политические цели могут превалировать над обоснованным инвестиционным анализом. Индивиды, обладающие хорошими связями, будут стремиться повлиять на распределение
- Правительства редко располагают необходимым опытом для определения перспективных технологий, фирм или секторов. Ограниченные навыки будут являться сдерживающим фактором при сравнении с международными частными фондами прямых инвестиций и фондами венчурного капитала
- Риски в сконцентрированных портфелях и долгосрочные инвестиционные цели в конечном счете могут не быть поддержаны на политическом уровне
- Финансирование инноваций требует наличия цепочки финансирования на всех этапах развития после фазы стартапа, включая финансирование по типу прямых инвестиций. При отсутствии коммерческих фондов и экспертизы на стадиях последующего роста, государственная поддержка венчурного капитала может оказаться напрасной

Государственное участие является обычной практикой на рынке венчурного капитала в ЕС

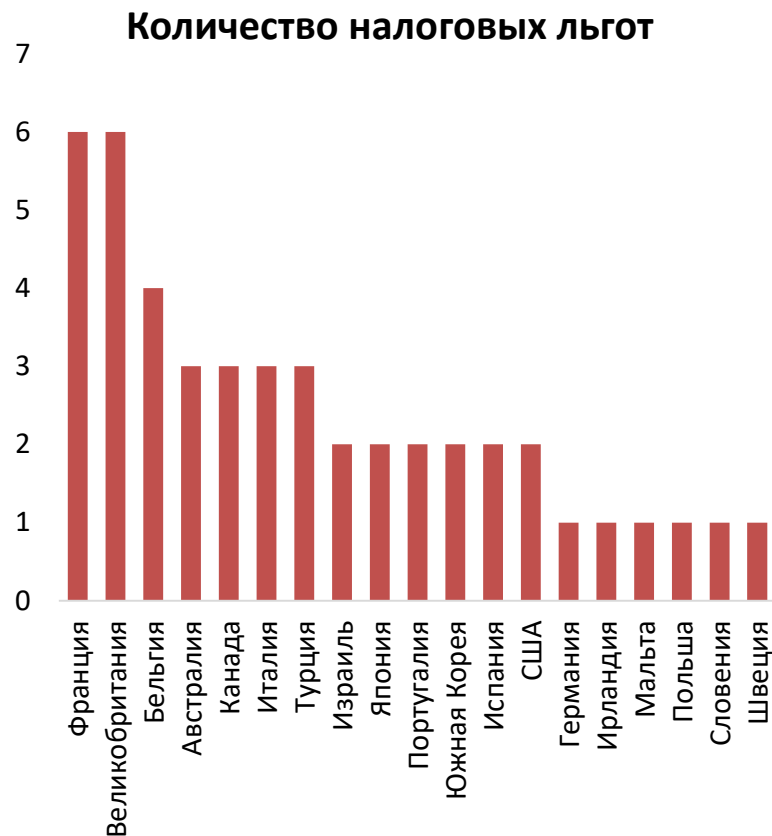
- По оценкам ЕС в 2014 году 30% европейского венчурного капитала приходилось на государственные источники. Примеры фондов коммерческого роста в ЕС:
 - Германия (KfW). Три отдельных фонда: непосредственно для стартапов, опосредованно в фонды венчурного капитала и в компании, находящиеся на стадии роста, наравне с частными ведущими инвесторами
 - Франция: Bpifrance обеспечивает первоначальным капиталом, в особенности для проектов НИОКР
 - Испания: ICO продвигает частные фонды венчурного капитала. Поставлена цель создать 40 новых частных фондов прямых инвестиций и фондов венчурного капитала с общим размером инвестиций в испанскую экономику до 4 млрд. евро

Налогообложение инвесторов в сфере венчурного капитала: общие принципы

- Согласно экономическим прогнозам, более высокий по сравнению с подоходным налогом с физических лиц корпоративный подоходный налог препятствует предпринимательской активности
- Налоговые льготы или прямая поддержка (гранты) могут способствовать снижению рисков для малого и среднего бизнеса и стартапов. Это касается всего жизненного цикла:
 - Доход, полученный за срок владения: стартапы, как правило, являются убыточными, хотя благоприятный режим налоговых льгот при убытке может снизить риск и стимулировать предпринимательскую деятельность
 - Налог на прирост капитальной стоимости важен, если инвестор хочет вывести инвестиционный капитал
- Однако уровень налогообложения, по-видимому, не сильно влияет на деятельность фондов венчурного капитала: в ряде развитых стран с высокими корпоративными налогами существует значительный сектор венчурного капитала, в то время как во многих развивающихся странах с низкими корпоративными налогами таковых нет
- На практике инвесторы в сфере венчурного капитала больше всего интересуются прозрачностью и предсказуемостью налогообложения и эффективным администрированием налоговой системы.
- Налог на прирост капитальной стоимости после выбытия является ключевой переменной; налоги на прибыль менее актуальны на этапе стартапа

Налоговые льготы в ЕС

- Более старшие страны-члены ЕС более склонны таргетировать сектор венчурного капитала; новые страны ЕС в Центральной Европе предпочитают предоставлять льготы путем снижения ставок системы налогообложения в целом
- Там, где они предоставляются, льготы доступны как для венчурного капитала, так и для «бизнес-ангелов»
- Предоплата налоговых льгот или компенсация убытков часто применяются
- Критерии для предоставления льгот отличаются по сложности с целью таргетирования конкретных предприятий, инвесторов или сроков владения
- В целом для определения соответствия установленным требованиям применяется небольшое усмотрение



Источник: ЕС (2017 г.).

Вне зависимости от предпочтений, Беларусь должна максимально следовать лучшим практикам

Квалификационные критерии

- Четкие критерии соответствия на основе возраста и размера бизнеса
- Избегать таргетирования отдельных секторов
- Включать как «бизнес-ангелов», так и инвесторов в сфере венчурного капитала, а также иностранных инвесторов
- Ограничить участие аффилированных лиц

Рамки

- Налог на прирост капитальной стоимости и более благоприятные налоговые льготы при убытке для соответствующих требованиям инвесторов
- Использование показателей эффективности (в т.ч. налоговые льготы в отношении будущих доходов)
- Ограничение уклонения от уплаты налогов (в т.ч. трансакции аффилированным лицам)

Администрирование

- Установить критерии высокого уровня, ограничить произвольность/усмотрение
- Не создавать иллюзию чрезмерной щедрости
- Определить предсказуемый режим, осуществлять мониторинг воздействия и фискальных расходов

II. Компании в сфере хай-тек и динамично развивающиеся компании и местный рынок капитала – стимулы для выпуска ценных бумаг и торговые льготы

Преимущества развития рынков капитала

- Фирмы венчурного капитала, как и частные акционерские фирмы, редко регистрируются на публичных рынках
- Выход из инвестируемых компаний, как правило, осуществляется в пользу других инвесторов или промышленных инвесторов («продажа в рамках одной отрасли»)
- Регистрация инвестируемых компаний редко встречается и в развивающихся странах Европы, и в Зап. Европе. Часто более ликвидные внешние рынки более привлекательны, чем местные
- Появление быстрорастущих фирм и стартапов окажет ограниченное позитивное воздействие на развитие рынка капитала в Беларуси

Варианты выхода из прямых и венчурных инвест. проектов в ЕС и на рынках Центр. и Вост. Европы (2017 г., доля стоимости выхода)



Источник: Invest Europe

Фондовые биржи стран Центр., Вост. и Юго-Вост. Европы

- Во всех странах Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы биржи и капитализация значительны, но первичные публичные размещение акций (IPO) очень редки и высоко сконцентрированы. Варшавская биржа – единственная, привлекающая иностранные IPO, в т.ч. из Украины
- Оборот также высоко сконцентрирован в Варшаве, Праге и Будапеште
- Существуют трансграничные союзы (в т.ч. Стран Балтии, SEE Link и Прага-Вена)
- Все фондовые биржи располагают собственными центральными депозитариями ценных бумаг, но только Польша и Венгрия имеют центральных контрагентов, соответствующих Правилам регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка (EMIR-compliant CCP). Фрагментарная после-торговая инфраструктура не способствует трансграничной торговле
- Опыт фондовых бирж соответствует исследованиям, проведенным Всемирным банком, которые демонстрируют, что ранний рост и ликвидность являются ключевыми факторами для долгосрочного успеха, и что многие фондовые биржи в итоге сокращаются (Albuquerque и др., 2016)

Фондовые биржи стран Центр., Вост. и Юго-Вост. Европы

Страна	Название	Капитализация, млн. EUR	Оборот, млн. EUR	Кэффиц. оборачиваемости, %	Кол-во местных зарегистрир. компаний	Кол-во иностран. зарегистрир. компаний	Кол-во публ. размещений акций (IPO)
Болгария	Bulgarian Stock Exhngе (BSE – Sofia)	4 417	156	4%	365	0	1
Чешская Республ.	Rague Stock Exchange (PSE)	40 721	6 213	15%	15	10	1
Эстония	Nasdaq Tallinn	1 888	149	8%	15	0	0
Хорватия	Zagreb Stock Exchange (ZSE)	16 834	387	2%	186	0	2
Латвия	Nasdaq Riga	1 277	45	4%	26	0	0
Литва	Nasdaq Vilnius	3 339	75	2%	29	1	0
Венгрия	Budapest Stock Exchange (BSE)	16 246	7 005	43%	45	0	0
Польша	Warsaw Stock Exchange (WSE)	123 659	56 256	45%	838	64	49
Румыния	Bucharest Stock Exchange (BVB)	17 027	1 865	11%	82	2	0
Румыния	SIBEX	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Словения	Ljubljana Stock Exchange (LJSE)	5 523	340	6%	46	0	0
Словакия	Bratislava Stock Exchange (BSSE)	2 119	6	0%	14	0	0

Источник: EBCI (2018)

Какие компании могут выпускать облигации?

- В целом, компания скорее будет выпускать облигации на внутреннем рынке, если она:
 - Сравнительно крупная
 - Растет в рамках существенной инвестиционной программы
 - Соответствует или находится выше инвестиц. уровня
 - Имеет историю синдицированного кредита
- На международном рынке облигации выпускают:
 - Более крупные компании
 - Более влиятельные компании
- Конкретные вопросы для малого и среднего бизнеса и большинства фирм в Центр. и Вост. Европе:
 - Средний размер компании-эмитента вырос с момента финансового кризиса
 - Стоимость выпуска ценных бумаг по сравнению с размером сделки может быть существенной
 - Покрытие международными рейтинговыми агентствами является неоднозначным
 - Прозрачность счетов и аудита
 - Препятствия от инвестиционных мандатов институциональных инвесторов

Источники: эмпирические исследования, приводимые в OECD (2015)

Приоритеты политики для развития рынка облигаций

Основные рыночные рамки

- Облегчить выпуск облигаций с помощью необременительных требований к раскрытию информации и регистрации
- Адаптировать структуру к базе эмитентов: крупные повторные эмитенты, малые и средние эмитенты, специальные проекты (инфраструктура)
- Предлагать упрощенный режим раскрытия для частных размещений

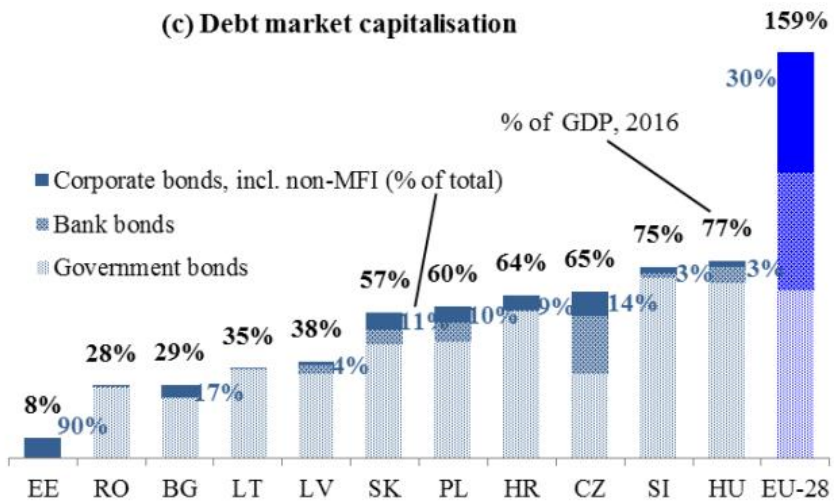
Вторичные рыночные рамки

- Торговля частными облигациями развивается на фоне ликвидного суверенного рынка, охватывающего ряд сроков погашения.
- Корпоративные облигации по своей природе менее ликвидны, чем суверенные выпуски, учитывая базу инвесторов, в основном носящую вид «купи и удерживай»
- Сделать торговые системы легко доступными для участников рынка
- Обеспечить прозрачность, по крайней мере сделки, посредством централизованной отчетности (напр., по ЦДЦБ)

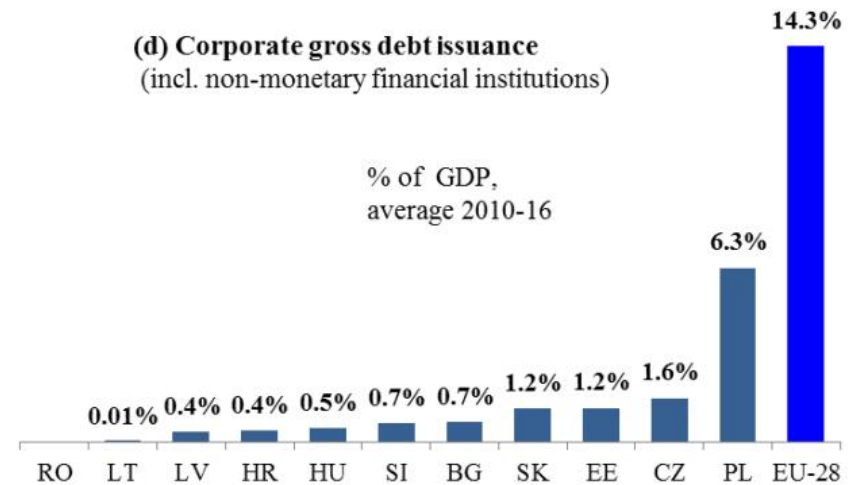
Источник: МВФ (2013 г.)

Развитие корпоративного рынка облигаций в странах Центральной и Восточной Европы

(c) Debt market capitalisation



(d) Corporate gross debt issuance (incl. non-monetary financial institutions)



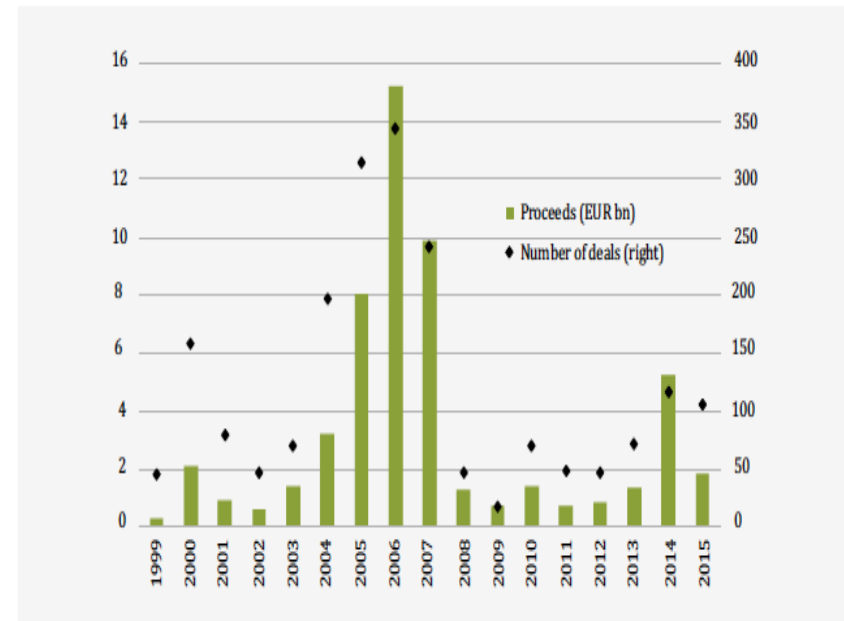
Источник: [Vienna Initiative CMU report \(2018 г.\)](#)

Почему льготы для выпуска и торговли нужны как малому и средн. бизнесу, так и динамично растущим компаниям

Выпуск и продажа акций малому и среднему бизнесу, включая стартапы, могут быть облегчены путем более разрешительного режима. Экономич. обоснование следующее:

- Фиксированные затраты на оплату страховых взносов, юридич. и листинговые расходы несоразмерны с выгодами, получаемыми эмитентами с т.з. затрат на финансирование, сроки погашения, инвестиционной базы и т.д.
- Необходимость защиты инвесторов (от продолж-ся раскрытия информации) и целостности рынка (напр., путем предотвращения злоупотреблений привилегиями со стороны инсайдеров) не одинакова у предприятий разных размеров
- Преимущества ликвидности на рынках сокращают стоимость капитала для всех зарегистрированных компаний.
- Преимущества в управлении посредством вовлечения новых инвесторов не полностью охвачены эмитентами

Предложения по IPO и кол-во сделок на младших рынках ЕС



Источник: AFME

Листинг и торговая поддержка малого и среднего бизнеса в ЕС

- В ЕС около 1 500 компаний котируются на «младших биржах». Например, New Connect на Варшавской фондовой бирже. Выпуск облигаций предприятиями малого и среднего бизнеса снизился после финансового кризиса
- Европейские и национальные учреждения уже оказывают поддержку малому и среднему бизнесу на стадии, предшествующей IPO, для совершенствования качества отчетности и корпоративного управления потенциальных эмитентов

Новый регламент рынка капитала ЕС адаптирован с менее обременительным режимом для малого и среднего бизнеса:

- Более мягкий режим для финансовых инструментов, выпускаемых малым и средним бизнесом, действует в соответствии с положением о проспекте эмиссии
- Директива о финансовых инструментах (MiFIDII) уже определила рынки роста малого и среднего бизнеса
- Предложения направлены на снижение затрат на соблюдение правил директивы о рыночных злоупотреблениях (в отношении инсайдерской торговли) для таких растущих рынков малого и среднего бизнеса

Последствия для Беларуси:

- На ранней стадии развития рынка капитала ликвидность является приоритетом, учитывая общий приемлемый стандарт защиты инвесторов и целостности рынка. На этом этапе отдельный режим не имеет смысла
- Компании должны получать поддержку для возможности эмиссии с т.з. корпоративного управления, качества отчетности и т.д.
- Дифференцированный налоговый режим для компаний в листинге не представляется разумным

III. «Бизнес-ангелы», инкубаторы и акселераторы

«Бизнес-ангелы» и их ассоциации

- «Бизнес-ангелы» – это состоятельные индивиды, прямо инвестирующие часть своих активов в стартапы
- Они предоставляют конкретные отраслевые знания и контакты и, как правило, могут занимать неисполнительную позицию в правлении
- «Бизнес-ангелы» начинают предоставлять финансирование после того, как семья и друзья предоставили капитал, но они опережают более формализованные фонды венчурного капитала. Небольшие индивидуальные инвестиции (в ЕС – на уровне 20 тыс. евро)
- В большинстве стран ЕС действуют ассоциации «бизнес-ангелов»
- Зачастую соинвестирование предоставляется государственным сектором. В основном, на национальном уровне, хотя некоторые трансграничные инвестиции финансируются Европейским инвестиционным банком
- Сети играют ключевую роль в повышении возможностей инвесторов

Налоговые льготы для «бизнес-ангелов»

- 12 государств-членов ЕС предоставляют налоговые льготы «бизнес-ангелам», которые сильно различаются, препятствуя трансграничным инвестициям:
 - льготы для венчурного капитала и «бизнес-ангелов», инвестирующих напрямую или через инвестфонды
 - Также: стимулы для инвестируемых компаний (напр., льготы по зарплатам)
 - Снижение налогов для инвестиций в акциях стартапов и малого и среднего бизнеса (в Бельгии, Финляндии, Великобритании, Ирландии)
 - Снижение налогов на прирост капитала для индивидуальных лиц на (в Италии, Великобритании, Франции)
- «Бизнес-ангелы» должны соответствовать набору требований для получения этих льгот

Источник: EBAN (2017 г.).

Инкубаторы и акселераторы

- Инкубаторы и акселераторы объединяют физическое пространство со службами поддержки бизнеса и наставничества. Особенно эффективна принадлежность к университетам. «Бизнес-ангелы», венчурные фонды и частные инвесторы (семейные фонды) обычно участвуют в управлении инкубаторами/акселераторами
- Только компании на самой ранней стадии таргетируются. Обычно возраст составляет до 5 лет для инкубаторов и 6 месяцев для акселераторов
- Может иметь место ограниченный доступ к финансам. Небольшие суммы для большого кол-ва стартапов на регулярной основе, часто в обмен на долю в капитале. В целом индивидуальные инвестиции очень малы (оцениваются для ЕС в 2015 г. всего в 37,5 млн. евро для 2500 стартапов), хотя сектор и быстро растет
- Эмпирические исследования подтверждают, что акселераторы повышают выживаемость компаний, увеличивают рост доходов и занятости

Политические соображения для Беларуси:

- Только наиболее зрелые стартапы должны стать целями для фондов венчурного капитала
- Необходима критическая масса. Сети для развития партнерских отношений между стартапами особенно эффективны
- Государственная поддержка должна основываться на эффективном механизме отбора. Беларусь уже предлагает щедрую поддержку через Парк высоких технологий

Опыт использования акселераторов в Германии

- Более 1100 предложений поддержки для стартапов в Германии
- Государственные и частные акселераторы, денежная и натуральная поддержка

Тенденции со стороны предложения:

- Распространение предложений снижает различия в прозрачности и качестве
- Дифференциация с т.з. технологий, секторов или жизненного цикла
- Границы между различными моделями размываются (инкубаторы, акселераторы, рабочие пространства)
- Растущие международные связи

Тенденции со стороны спроса:

- Более высокий спрос и ожидания
- Стартапы высоко ценят доверие к акселератору, т.к. самостоятельность приобретает все большее значение

Ссылки

- AFME (2017): The shortage of risk capital for Europe’s high growth businesses.
- EBAN (2017): Compendium of fiscal incentives: tax outlook in Europe, business angels perspective.
- European Bank Coordination Initiative (2018): Report on Capital Markets Union.
- European Commission (2017): [Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups](#).
- [Startup investment and innovation in emerging Europe](#).
- IMF (2013): [Local currency bond markets – a diagnostic framework](#).
- Invest Europe (2018): CEE market statistics.
- Goswami, A. D. Medvedev, and E. Olafsen (2019): High growth firms: fact, fiction and policy options for emerging economies, The World Bank.
- OECD (2015a) [Growth companies, access to capital markets and corporate governance](#). OECD report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.

Контактные данные

Д-р Александр Леманн

lehmann@berlin-economics.com

Дмитрий Червяков

chervyakov@berlin-economics.com

German Economic Team Belarus

c/o BE Berlin Economics GmbH

Schillerstraße 59, D-10627 Berlin

Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0

Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9

www.get-belarus.de

Twitter: @BerlinEconomics

Facebook: @BE.Berlin.Economics

