



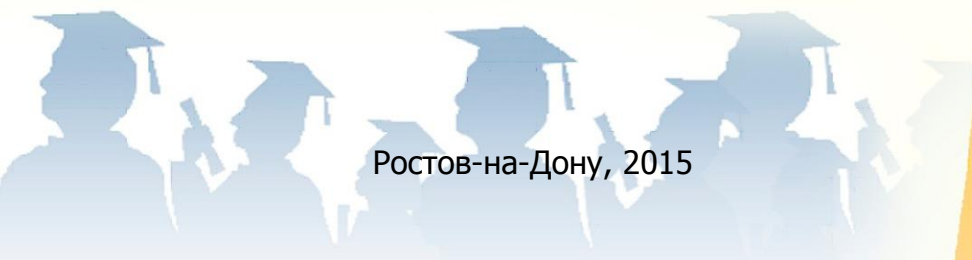
ДОНСКОЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
УПРАВЛЕНИЕ ДИСТАНЦИОННОГО ОБУЧЕНИЯ И ПОВЫШЕНИЯ
КВАЛИФИКАЦИИ

Кафедра «Мировая экономика и международные
экономические отношения»

Учебное пособие
по дисциплине
**«Венчурный капитал в
развитии инноваций»**

Автор
Угнич Е.А.

Ростов-на-Дону, 2015



Аннотация

«Венчурный капитал в развитии инноваций» является важной дисциплиной для подготовки специалистов в сфере национальной экономики. В учебном пособии изложены сущность и основы функционирования венчурного капитала, а также особенности механизма венчурного финансирования в российской экономике.

Учебное пособие содержит материалы для различных видов учебной работы: лекций и практических занятий.

Книга предназначена для студентов специальности «Национальная экономика», а также для других экономических специальностей и направлений подготовки «Экономика» и «Менеджмент», а также для преподавателей, исследователей, аспирантов и всех интересующихся вопросами инновационного предпринимательства, венчурного инвестирования, перехода хозяйственных систем на инновационный путь развития.

Автор



к.э.н., доцент Угнич Е.А.

Оглавление

Введение	4
Глава 1. Социально-экономическое содержание феномена венчурного капитала	6
1.1 Значение венчурного капитала в развитии инновационного процесса	6
1.2 Понятие венчурного капитала	16
1.3 Участники венчурного инвестирования.....	20
1.4 Жизненный цикл венчурного капитала	22
Вопросы для самоконтроля.....	28
Глава 2. Формирование венчурного капитала: мировой опыт	29
2.1. Организационные формы венчурного финансирования	29
2.2. Источники формирования венчурного капитала	34
2.3. Венчурный фонд и институты поддержки венчурного бизнеса	39
Вопросы для самоконтроля.....	48
Глава 3. Особенности функционирования венчурного капитала в условиях развития инновационной экономики в России.....	49
3.1. Возникновение венчурного капитала в России.....	49
3.2. Современный российский рынок венчурного капитала: тенденции и ограничения	59
3.3. Перспективы развития венчурного капитала в России	70
Вопросы для самоконтроля.....	80
Дополнительная литература	81

ВВЕДЕНИЕ

Тенденцией последних десятилетий во многих странах мира является выстраивание такой экономической системы, в которой ключевым фактором, определяющим уровень развития общества, выступает инновационным процесс. При освоении инноваций большинство предприятий сталкиваются с недостаточностью финансовых ресурсов, опыта в управлении инновационным процессом, и во многом решению этих проблем способствует использование механизма венчурного инвестирования. В развитых странах институт венчурного капитала доказал свою эффективность, и воспринимается как один из действенных инструментов реализации модели инновационной экономики. Многие успешные высокотехнологичные проекты, такие как Apple, Google, Cisco System, Yahoo!, Netscape, Sun Microsystems, Compaq, Digital Equipment Corporation, были созданы с привлечением венчурных инвестиций.

Особая направленность венчурного капитала на развитие научно-технической и инновационной деятельности на всех уровнях хозяйственных систем, его динамизм и высокая прибыльность превращают венчурное инвестирование в важнейший фактор повышения эффективности экономической трансформации, осуществляемой во многих странах при переводе национальных экономик на инновационный путь развития.

Развитие отечественного венчурного капитала должно быть не самоцелью, а эффективным средством овладения современным инновационным процессом благодаря новым формам диверсификации и межфирменного сотрудничества, которое позволяет преодолеть проблемы на пути коммерциализации нововведений. В конечном счете, именно это способствует формированию эффективной национальной экономики на базе инновационного развития.

Цель данного курса – дать комплексное представление об особенностях венчурного капитала, его роли в развитии инноваций и его механизме формирования в условиях становления инновационной экономики. Задачей изучения дисциплины «Венчурный капитал в развитии инноваций» является формирование у студентов:

- теоретических знаний:
 - в области мирового опыта образования и использования венчурного капитала для реализации инноваций;

Венчурный капитал в развитии инноваций

- специфики и тенденций развития венчурного финансирования в условиях становления инновационной экономики в России;

- практических навыков:

- исследования эффективности программ и институтов поддержки венчурного бизнеса;

- оценки перспектив развития рынка венчурного капитала.

Учебное пособие содержит материалы для различных видов учебной работы: лекций, практических занятий, самостоятельной работы студентов.

Каждая глава учебного пособия снабжена вопросами для самоподготовки. Способность ответить на все вопросы свидетельствует о достаточном усвоении основного материала раздела.

Ознакомление с представленным материалом может быть полезно студентам, аспирантам, преподавателям, исследователям и всем интересующимся вопросами инновационного предпринимательства, венчурного инвестирования и перехода хозяйственных систем на инновационный путь развития.

ГЛАВА 1. СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ ФЕНОМЕНА ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

1.1 Значение венчурного капитала в развитии инновационного процесса

Основные тенденции развития мировой экономики подтверждают формирование нового этапа экономического развития, основанного на инновационных источниках роста. Созданные в высокоразвитых странах механизмы распространения и использования знаний в рамках национальных инновационных систем обеспечивают устойчивый рост экономики и высокое качество жизни населения.

И хотя инновации стали актуальной темой нашего времени, их истоки уходят в историю человечества. Ускорение инновационного процесса можно без больших трудностей определить по динамике любого направления научно-технического прогресса в какой-либо отрасли техники, а также экономики, менеджмента, финансов, бухгалтерского учета.

Содержание инновационной деятельности, ее характерные черты и особенности находят отражение в таком фундаментальном понятии, как понятие инновации. Термин «инновация» происходит от латинского *inovatis* (*in* – в, *novus* – новый) и в переводе означает «обновление, новинка, изменение». Что касается сущности инноваций, то здесь имеются различные точки зрения отечественных и зарубежных ученых. Но в какой бы форме ни выражалась их сущность, общими чертами этих понятий являются изменения (кардинальные или частичные), новизна и применимость.

Первое научное инновационное наблюдение было сделано русским исследователем Н.Д. Кондратьевым в 20-е гг. XX века. Хотя он непосредственно не занимался анализом инновационных проблем, его исследования в области больших циклов конъюнктуры (длинных волн) инициировали дальнейшие изучения причин этих циклов и их продолжительности. В качестве наиболее важной их основы были признаны инновации. Для эмпирического доказательства существования больших циклов Кондратьев иссле-

Венчурный капитал в развитии инноваций

довал движение индексов товарных цен, курсов некоторых ценных бумаг, заработной платы в ряде отраслей, внешнеторговых оборотов, добычи и потребления угля и производства чугуна и свинца (на материалах Англии, Франции, Германии, США). Он получил тренды, которые обнаруживали явно выраженный циклический рисунок с периодичностью 50-60 лет. Это позволило выделить следующие циклы в динамике мировой экономики: конец 80-х гг. XVIII в. – 40-е годы XIX в., середина 40-х – конец XIX в., конец XIX в. – 1920 г. (повышательная фаза).

Эти идеи были развиты австро-американским экономистом Й. Шумпетером, который, принимая в целом подход Кондратьева, настаивал на инновационной природе длинных циклов. Шумпетер развил гипотезу Кондратьева, представив экономическое развитие как последовательность восходящих пульсаций, обусловленных распространением соответствующих кластеров взаимосвязанных нововведений. Он подчеркивал, что это процесс саморегулирующийся и имеет характерную форму волны.

Шумпетер ввел слово «инновация» в научный оборот, дал четкое определение термину и раскрыл его экономическое содержание: «Инновации – это новинки, новшества, выраженные в различных формах: новая технология, новые товары и материалы, более эффективные методы организации производственного процесса, выход на новые рынки сбыта».

Формированию этого международного стандарта во многом способствовали два документа, известные под названиями «Руководство Фраскати» и «Руководство Осло».

Согласно этому понятию, *инновация* (нововведение) – это конечный результат творческой деятельности, получивший воплощение в виде новой или усовершенствованной продукции, реализуемой на рынке, либо нового или усовершенствованного технологического процесса, используемого в практической деятельности. Исходя из этого можно выделить основные *свойства (критерии) инновации*:

- научно-техническая новизна;
- практическая воплощенность (промышленная применимость), т.е. использование, например, в промышленности, сельском хозяйстве, здравоохранении, образовании или других областях деятельности;
- коммерческая реализуемость, которая означает, что новшество «воспринято» рынком, т.е. реализуемо на рынке; что, в свою очередь, означает способ- ность удовлетворить опреде-

Венчурный капитал в развитии инноваций

ленные запросы потребителей.

Это означает, что сама по себе новая идея, как бы досконально она ни была бы описана, формализована и представлена на схемах и чертежах – это еще не инновация (нововведение), если эта идея не воплощена в используемых на практике продуктах, услугах или процессах. Только реализованные в новой продукции или процессах новые идеи называются инновациями.

Инновационный процесс представляет собой процесс создания и распространения нововведений (инноваций).

В общем виде схема инновационного процесса обычно представляется тремя компонентами:

- Первый компонент (новация) – это новые идеи, знания – это результат законченных научных исследований (фундаментальных и прикладных), опытно-конструкторских разработок, иные научно-технические результаты.

- Вторым компонентом инновационного процесса является внедрение, введение новации в практическую деятельность, т.е. нововведение или инновация.

- Третьим компонентом инновационного процесса является диффузия инноваций, под которой понимается распространение уже однажды освоенной инновации, т.е. применение инновационных продуктов, услуг или технологий в новых местах и условиях.

Таким образом, понятие «инновационного процесса» шире понятия «инновации», поскольку собственно инновация (нововведение) является одним из компонентов инновационного процесса.

Инновационный процесс, охватывает все этапы преобразования научного знания или идеи в конкретный продукт, технологию, услугу и их практическое использование в целях получения полезного эффекта. Обеспечение всех стадий инновационного процесса требует аккумуляции масштабных инвестиционных ресурсов. По существу доступ к финансам рассматривается как один из ключевых факторов для интенсивного развития в условиях рынка. Финансирование инноваций направлено как на осуществление промежуточных этапов, так и на достижение конечной цели инновационного процесса.

В общем виде финансирование организаций представляет собой совокупность форм и методов, принципов и условий финансового обеспечения простого и расширенного воспроизводства. Под финансированием понимается процесс образования денежных средств или в более широком плане – процесс обра-

Венчурный капитал в развитии инноваций

зования капитала организации во всех его формах. Понятие «финансирование» довольно тесно связано с понятием «инвестирование», если финансирование – это образование денежных средств, то инвестирование – это их использование. Оба понятия взаимосвязаны, но первое предшествует второму: невозможно планировать какие-либо инвестиции, не имея источников финансирования. Вместе с тем образование финансовых средств происходит, как правило, с учетом их использования организацией.

Финансирование научно-технической сферы и промышленного производства при инновационном росте, как показывает мировой опыт, относится к числу самых долговременных и высокорисковых вложений и потому всегда проходит непросто, тем более, когда его пытаются реализовать в переходных экономиках в условиях несовершенной слабо эффективной системы использования имеющихся ресурсов.

Отличительной особенностью организации финансирования инновационной деятельности (помимо ее целевой ориентации) является множество источников денежных средств, обеспечивающее комплексность охвата финансированием разнообразных направлений инновационного процесса и разных его субъектов, и способность гибко приспосабливаться к динамично изменяющимся условиям внешней среды с целью обеспечения максимальной эффективности использования денежных ресурсов.

В качестве основных источников инвестиционных ресурсов используются государственные бюджетные и внебюджетные средства, кредиты банков, венчурный капитал, средства стратегического партнера и собственные средства компаний. Тот или иной источник финансирования выбирается компаниями в зависимости от различных ситуаций, формы собственности, структуры, сферы деятельности.

Главным преимуществом государственного финансирования (субвенции, гранты, льготные кредиты) является то, что оно осуществляется в случаях, когда невозможно получить финансирование из коммерческих источников. Кроме того, обычно требуется к выплате меньший объем средств в более долгий срок. Данный источник инвестиционных ресурсов имеет существенные недостатки – трудности в получении (компания должна соответствовать определенным стандартам; проект должен быть социально значимым) и достаточно небольшие объемы средств.

Целевое инвестирование и стратегическое партнерство также имеют существенные не-

Венчурный капитал в развитии инноваций

сируемая компания должна занимать устойчивые позиции на рынке; инвестор контролирует процесс принятия решений, он также испытывает трудности выхода из проинвестируемой компании.

Привлекательность кредитных ресурсов для предпринимателей в инновационной сфере может объясняться возможностью избежать необходимости разделения долей собственности с представителями финансирующей организации. Крупное предприятие имеет доступ к кредитным ресурсам для разработки и коммерческого освоения результатов работы ее НИОКР-подразделений под залог активов. Компании малого бизнеса, не имея операционной истории, устойчивого финансового положения и достаточных активов, не могут рассчитывать на получение средств за счет таких источников, как банковский кредит. На этапе освоения новых технологий и продуктов и перехода от опытных образцов к масштабному производству, особенно вновь созданные малые инновационные предприятия сталкиваются с трудностями в получении финансирования.

Однако, зарубежный опыт свидетельствует о важной роли малых предприятий в научно-техническом и инновационном развитии. Так из 58 крупнейших изобретений XX в., сделанных в Америке и Западной Европе не менее 46 принадлежит одиночкам, в том числе и не добившимся признания в крупных организациях, мелким фирмам.

В США на долю малого бизнеса приходится около 5% затрат предпринимательского сектора на НИОКР, эти затраты обеспечивают создание более 50% инноваций. По данным Национального научного фонда США, на разработку проекта малые предприятия затрачивают в несколько раз меньше ресурсов, нежели крупные корпорации. Количество нововведений на малых предприятиях на единицу затрат в 24 раза больше по сравнению с крупными. Малым фирмам требуется в среднем 2,22 года, чтобы выйти на рынок, а крупным – 3,05 года¹.

Именно гибкость, адаптивность к изменяющимся условиям позволяет малому бизнесу успешно осваивать первые этапы инновационного процесса, подготавливая почву для промышленного освоения инноваций крупным бизнесом, обладающим большими производственными и финансовыми возможностями. Именно в

¹ Плигина Н.А. Малый бизнес в инновационной системе России // Экономика и управление собственностью. – 2009. - №1. – С. 50

Венчурный капитал в развитии инноваций

секторе малого бизнеса создается и циркулирует основная масса национальных ресурсов, которые являются питательной средой для крупного бизнеса.

Безусловно, велико значение как крупного, так и малого бизнеса в развитии инновационного процесса. Но если крупные фирмы в большей степени проявляют себя на стадии распространения инноваций (промышленного освоения), то малые фирмы наибольших успехов добиваются на начальном этапе инновационного процесса – разработке инноваций – отправном пункте инновационной цепочки.

Практика показывает, что достаточно редко малые предприятия, занимающиеся инновационной деятельностью, особенно на ранних этапах развития, пользуются кредитами банков. Данное положение обуславливается противоречием основных принципов инновационной деятельности, особенностей малых инновационных предприятий и принципов кредитных отношений. Вероятностный характер инновационной деятельности делает невозможным выполнение основных принципов кредитования: возвратности, срочности, платности. Принципы обеспеченности кредита и целевого его использования также трудно выполнимы малыми инновационными предприятиями в виду преобладания у них незначительного объема материальных ресурсов и необходимости осуществления широкого спектра научно-исследовательских работ.

Именно эти противоречия обуславливают рассмотренные ниже «места разрыва» в отношениях малого инновационного предпринимательства и банков.

При осуществлении банковского кредитования от компании требуется ликвидные залог, состоятельная кредитная история. Кроме того, иногда процентные ставки достаточно высоки и, это делает недоступным привлечение кредитов для малых, особенно вновь созданных предприятий.

Практика показывает, что основным препятствием развития малых инновационных предприятий, в особенности с «прорывными» технологиями и неструктурированными рынками, является недостаточность финансовых ресурсов. Их основатели не располагают собственными средствами и имеют барьеры на пути получения банковского кредита. К ним относятся высокие инновационные риски в силу несформированности рынка будущего продукта, сравнительно долгий срок (часто – более 2-3 и более лет) выхода проекта на прибыльность, отсутствие залогового обеспе-

чения, поскольку основным видом собственности инновационного предприятия является интеллектуальная собственность, идеи, секреты производства, специализированное оборудование или ресурсы, низколиквидные на начальных стадиях развития².

Первые несколько лет существования инновационного проекта (компании), когда риски максимальны, называются «долиной смерти» (рис. 1.1). Именно на этом этапе привлечения финансовых ресурсов наиболее затруднительно, что часто усугубляется отрицательными денежными потоками самого проекта. Хотя малые инновационные предприятия обладают колоссальным потенциалом прибыли, им не хватает финансовых ресурсов для прохождения «долины смерти». Тем самым «прорывные» инновации могут не получить необходимой финансовой поддержки.

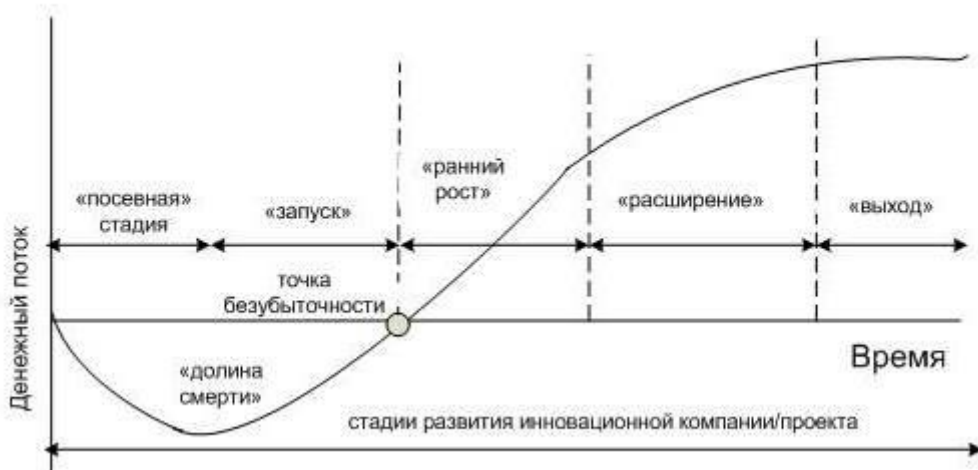


Рис. 1.1. Стадии развития инновационного проекта

Подобный «разрыв» между спросом и предложением финансовых ресурсов для инноваций – очень хорошая возможность начать бизнес, поскольку преодоление этого разрыва и инвестирование в инновационные идеи способно принести предпринимателю весьма значительные прибыли.

² Венчурное инвестирование в России / А.И. Каширин, А.С. Семенов. – Москва: Вершина, 2007. – с. 16-17

Венчурный капитал в развитии инноваций

Преодоление этого «разрыва» также выгодно для государства и общества в целом, поскольку становление прибыльных инновационных предприятий увеличивает число рабочих мест и налоговых поступлений, выводит экономику на качественно новый уровень.

В силу своей специфики финансирование новаторских идей малых инновационных компаний требует развития особых механизмов, вовлекающих в этот сектор достаточно большие объемы капитала и оптимизирующих структур рисков. В США и Западной Европе такой механизм был создан. Им стало венчурное финансирование.

Главными требованиями для привлечения венчурного капитала является уникальность идеи и потенциальный рост компании. Особенности венчурного финансирования по наиболее важным признакам для финансируемой компании представлены в табл. 1.1

Данные, приведенные в табл. 1.1 свидетельствуют о том, что для малых инновационных предприятий крайне важно и выгодно привлечь венчурный капитал, так как других способов получения адекватного финансирования для них практически не существует. Особенно охотно венчурный капитал предоставляется двум категориям:

- фирмам, которые выкуплены у владельцев управляющими, способными оценить перспективы развития этих предприятий;
- новым фирмам, основанным сотрудниками известных наукоемких корпораций, намеренными уже в качестве независимых предпринимателей реализовать идеи и разработки, подготовленные еще в стенах прежней фирмы.

Таблица 1.1

Особенности венчурного финансирования

Условия и требования финансирования	Венчурное финансирование
Условия возврата денежных средств	Без условия возврата их через заранее установленный срок и без выплаты процентов.
Обеспечение возврата предоставляемых средств	Без предоставления какого-либо залога или гарантии

Венчурный капитал в развитии инноваций

Анализ перспектив компании	Исследуются долгосрочные перспективы финансового состояния на основе детального изучения особенностей предполагаемой новой продукции, технологии
Форма финансирования	Инвестиции в виде акционерного капитала
Отношение к риску	Принимаются рискованные проекты с отсутствием каких-либо гарантий успешного роста начинающей компании
Необходимость государственной регистрации компании	Финансирование может осуществляться на ранних стадиях разработки продукта, до регистрации фирмы
Интересы инвесторов	В успехе нового предприятия (кроме финансирования оказание маркетинговых, управленческих и прочих услуг)

Хотя в научной литературе встречаются указания на то, что отдельные схемы венчурного инвестирования применялись в 30-е годы и даже еще раньше, это явление приобрело современные очертания в США лишь вскоре по окончании второй мировой войны. В Европе он появился только в конце 70-х годов. До возникновения венчурного капитала в мире были известны несколько источников финансирования малого и среднего бизнеса: банковский капитал, крупные корпорации и компании и состоятельные люди, которых американцы и англичане с присущей английскому языку многозначностью называют «ангелы бизнеса» (business angels). Начинаящий предприниматель мог организовать свое дело, действуя по принципу «пан или пропал». Чтобы привлечь необходимые для начала бизнеса средства, он занимал деньги у родственников, друзей, знакомых, закладывал дом и имущество, надеясь только на успех и собственные силы.

Прообразом современных управляющих фирм венчурного капитала некоторые исследователи³ называют финансовое парт-

³ Гулькин П. Венчурный капитал. / Венчурное финансирование: теория и практика [Сб. / сост. Н.М. Фонштейн] - М.: Академия народного хозяйства при Правительстве РФ, 1998. – с. 12.

Венчурный капитал в развитии инноваций

нерство «G. H. Whitney and Company», основанное в 1946 г. бывшим послом США в Великобритании Дж. Х. Уитни, акционерную компанию «American Research and Development Corporation (AR&D)», созданную в том же году под руководством отставного бригадного генерала Ж.Ф. Дорио, и фонд «Venrock Associates», учрежденный в конце 40-х – начале 50-х годов семейством Рокфеллеров. Становление венчурного капитала совпало по времени с бурным развитием компьютерных технологий и ростом благосостояния среднего класса американцев. Современные гиганты компьютерного бизнеса DEC, Apple Computers, Compaq, Sun Microsystems, Microsoft, Lotus, Intel сумели стать теми, кто они есть теперь во многом благодаря венчурному капиталу. Более того, бурный рост новых отраслей, таких как персональные компьютеры и биотехнология, оказался возможным в основном при участии венчурного капитала, а его роль в инновационной системе общепризнанна основополагающей.

Доступность финансовых ресурсов является определяющим моментом в инновационном процессе при переводе результатов исследований и разработок в коммерческий продукт, и особенно критичен при осуществлении инновационной деятельности малыми фирмами. Инновация начинается с фундаментальных исследований и завершается в сфере использования продуктов. Связь между этими полярными сферами осуществляет венчурный капитал.

В целом, значение венчурного капитала в реализации инновационного процесса заключается в следующем.

Во-первых, венчурный инвестор, стремится максимально снизить степень риска, связанного с реализацией инновационного проекта. В ходе изучения компании - потенциального реципиента он обязательно обратит внимание на имеющиеся материальные активы, включая те, которые должны коммерциализироваться и охраняться в режиме интеллектуальной собственности и обязательно настоит на оформлении прав на нее.

Во-вторых, хотя венчурные инвестиции чаще всего осуществляются в виде денежных средств (поскольку это именно то, чем и обладает инвестор – избыточные денежные средства, которые он готов куда-либо вложить с целью получения в будущем прибыли), они могут осуществляться и в другой форме, как и все виды инвестиций. Это может быть оборудование, необходимое программное обеспечение, нематериальные активы, которые сами по себе могут быть результатом интеллектуальной деятельности

сти.

В-третьих, венчурный инвестор вкладывает в компанию реципиента не просто деньги, но и свои знания в области финансов, маркетинга, выработки стратегии и т.п.

1.2 Понятие венчурного капитала

Венчурный капитал относится к новым, более сложным формам капитала, обладающим большим потенциалом социально-экономической активности, выступающим вектором развития экономики инновационного типа. Ему присуща более высокая степень развития по сравнению с уже известными формами капитала, что проявляется в более высоком уровне инновационного развития тех стран, где активно формируется и используется венчурный капитал, где новые знания и высокие технологии являются основой конкурентоспособности товаров, услуг, фирм, всей экономической системы в целом.

Венчурный капитал (от англ. «venture» - «рискованное предприятие или начинание») представляет собой особое финансовое звено, объединяющее носителей денежного капитала и носителей технологий, и именно он решает проблему финансовой недостаточности в секторе стартующих инновационных проектов⁴. Черты самостоятельного элемента хозяйственной структуры рисковый капитал приобрел лишь тогда, когда начал работать на технологическую и информационную революцию. Наиболее яркий пример сочетания высоких технологий и венчурного капитала является собой Силиконовая долина в Калифорнии, центр современной американской информатики и телекоммуникаций.

Существует множество определений того, что собой представляет венчурное инвестирование, но все они так или иначе сводятся к его функциональной задаче: способствовать росту конкретного бизнеса путем предоставления определенной суммы денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или некий пакет акций. Необходимо делать различия между такими понятиями, как «венчурное финансирование», «венчурное инвестирование» и «венчурный капитал». Исходя из того, что финансирование – это образование денежных средств, инвестирование –

⁴ Венчурное инвестирование в России / Каширин А.И., Семенов А.С. - М.: Вершина, 2007. – С.8-9

Венчурный капитал в развитии инноваций

это их использование можно сделать разграничение между понятиями «венчурное финансирование» и «венчурное инвестирование».

Под *венчурным инвестированием* можно понимать высоко-рисковое вложение капитала в новые или развивающиеся фирмы (проекты) с целью получения высокой прибыли после продажи доли в компаниях по прошествии определенного периода времени, связанное преимущественно с активизацией научно-технической и инновационной деятельности. Венчурные инвестиции включают себя не только непосредственно финансовые вливания в новую компанию, они также подразумевают «вложение» в нее опыта, «ноу-хау» в области финансов, маркетинговых стратегий, организации управления и производства.

Водораздел между венчурными (в узком смысле) и всеми прочими внебиржевыми (прямыми) инвестициями в акционерный капитал проходят по признаку наличия или отсутствия контролирующего участия в реализации инновационного проекта. Венчурный инвестор с целью снижения рисков в качестве обязательного условия финансирования в большинстве случаев требует своего участия в управлении инновационном предприятием. Для данного типа инвестирования характерно соотношение «высокие прибыли – высокие риски». Формально венчурные инвестиции представляют собой аналог прямых частных инвестиций, направленных на высокорисковые проекты, находящиеся на ранних стадиях развития. Однако на деле, это совершенно новые экономические отношения, в которых ключевую роль играет факт участия профессионала в управлении проектами и передачи опыта ведения бизнеса. Такие инвестиции помогают молодым компаниям пройти через «долину смерти», то есть пережить период, когда прибыльность, а, следовательно, и само существование компании находятся под вопросом⁵.

В экономическом анализе наряду с термином «капитал» используется понятие «инвестиции». Термин «капитал», как правило, используется для обозначения капитала в овеществленной форме, «инвестиции» - это капитал еще не овеществленный, но вкладываемый в средства производства.

Существует множество определений венчурного капитала.

⁵ Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности. // Инновации. – 2006. - №1 (88). – с. 31.

Венчурный капитал в развитии инноваций

Венчурный капитал — это денежные средства профессиональных участников рынка, инвестируемые совместно с предпринимательскими средствами для финансирования начальных стадий (посевной и стартовой) или на этапе развития. Компенсацией высокого уровня риска, принимаемого на себя инвестором, является ожидание повышенной нормы вознаграждения на совершаемые инвестиции⁶.

Венчурный капитал — это инвестиции в акционерный капитал незарегистрированных на фондовых биржах компаний, находящихся как на самых ранних стадиях развития, так и на поздних стадиях, где требуется использование значительных финансовых ресурсов для совершения сделок по приобретению компаний⁷.

Венчурный капитал - это денежные средства профессиональных инвесторов, предоставляемые ими параллельно с менеджерами компаний в качестве инвестиций в молодые, быстро растущие компании, обладающие потенциалом развития и превращения в крупный экономический субъект. Венчурный капитал представляет собой важный источник акционерного капитала для стартующих компаний⁸.

Последнее определение принято считать определением «классического» венчурного капитала, поскольку США является родоначальником понятия венчурного капитала в его современном виде. Более того, в США не принято считать венчурным капиталом, который инвестируется не в «высокие технологии», иначе происходит подмена самой сущности венчурной деятельности. В Европе, наоборот, наряду с инвестициями в «высокие технологии» считается целесообразным инвестирование проектов традиционных отраслей с невысокой степенью новизны, но обладающих большим потенциалом коммерческого успеха.

Таким образом, в понятие «венчурный капитал» американцы и европейцы вкладывают разное значение. Так, К. Кэмпбелл пишет, что «в США сфера выкупов с использованием заемных средств и сфера «классического» венчурного капитала представляют собой практически отдельные миры... В Европе термин

⁶ По информации Европейской ассоциации венчурного капитала. - www.evca.eu

⁷ По информации Британской ассоциации венчурного капитала. - www.bvca.com

⁸ По информации Национальной ассоциации венчурного инвестирования. - www.nvca.org

Венчурный капитал в развитии инноваций

«венчурный капитал» исторически использовался для обозначения всех форм прямых частных инвестиций. Агентства по выкупу, владеющие зрелыми бизнесами, такими как бары, издательские группы и крупные химические предприятия, называются фирмами венчурного капитала или венчурными фирмами... Преобладание менталитета ориентированного на выкуп, приводило к тому, что многие европейские фирмы подходили к вопросу инвестирования в молодые компании с точки зрения финансового инжиниринга, как если бы они проводили простую банковскую операцию... Хотя венчурная отрасль сейчас в большей степени приобретает собственное лицо, сращивание бизнеса еще является препятствием для прогресса»⁹

В процессе решения той или иной проблемы одна форма капитала зачастую может комбинироваться с другой. Так для реализации рискованных инновационных проектов, требующих значительных финансовых и интеллектуальных затрат (особенно на начальном этапе), необходимо участие финансового капитала, позволяющего осуществлять дорогостоящие разработки и их внедрение, а также интеллектуального капитала, включающего научные знания, разработки, опыт организации и управления инновациями и т.п. Венчурный капитал развивается на основе взаимодействия и синергетических эффектов его составляющих – финансового и интеллектуального капитала. Каждый капитал в отдельности представляет собой совокупность взаимосвязанных элементов, природа и количество которых обуславливают структуру их взаимосвязи. Отсюда можно сделать вывод о том, что венчурный капитал является интегрированной формой капитала, включающей финансовый и интеллектуальный капитал.

Анализ особенностей **венчурного капитала**, его сравнение с содержанием экономической категории «капитал», с его отдельными формами, раскрытыми классиками политической экономики и современными экономистами, позволяют охарактеризовать его *экономическую сущность*, как интеграцию финансового и интеллектуального капитала, имеющую преимущественную направленность действия на активизацию инновационной деятельности, сочетающую высокие риски конечного рыночного эффекта со сверхвысокой доходностью вложенных в новые или развивающиеся фирмы средств.

⁹ Кэмпбелл К. Венчурный бизнес: новые подходы. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 18-19.

Венчурный капитал в развитии инноваций

Главная роль венчурного капитала заключается в формировании условий для достижения устойчивого инновационного развития экономики.

1.3 Участники венчурного инвестирования

Венчурный капитал как сложное, комплексное явление представляет собой совокупность элементов, находящихся во взаимосвязи друг с другом и образующих определенное единство. Среду венчурного капитала составляют те экономические отношения, которые складываются в обществе по поводу инвестирования инновационной деятельности. И эти экономические отношения складываются в первую очередь между участниками венчурного финансирования.

Среди *участников венчурного инвестирования* можно выделить компанию-реципиента (венчурную фирму), венчурных инвесторов, венчурных профессионалов.

Компанией - реципиентом венчурного капитала (венчурной фирмой) в принципе может стать любая компания, независимо от размера и рода деятельности. Однако, именно компании малого бизнеса, реализующие инновационные проекты в высокотехнологичных, наукоемких отраслях, чаще всего вынуждены прибегать к механизму венчурного инвестирования из-за высоких рисков, связанных с реализацией инновационной, новой по сути своей и неапробированной продукции, а также из-за отсутствия необходимой материальной базы и операционной истории для привлечения финансирования в виде банковского кредита.

В качестве *венчурных инвесторов* могут выступать крупные корпорации, различные страховые компании, пенсионные фонды, частные инвесторы («неформальный сектор»), предоставляющие финансовые ресурсы для рискованных проектов. Обязательной частью венчурной инвестиции является право инвестора на участие в управлении компанией и контроль за ее деятельностью. «Взаимоотношения предпринимателя и инвестора напоминают взаимоотношения артиста и продюсера в шоу-бизнесе: творчеством на сцене занимается артист, но что играть и где выступать ему диктует продюсер. Творчество и бизнес требуют разных навыков.

Венчурный капитал в развитии инноваций

Утешением разработчику служит то, что вся звездная слава достается ему, а не инвестору»¹⁰

Существует довольно много конкретных схем венчурного финансирования, которые в целом могут быть сведены к прямому и опосредованному (через специально создаваемые фонды). Участниками прямого финансирования может быть как один инвестор и одна компания-реципиент, так и неограниченное количество инвесторов и компаний-реципиентов. Для венчурного инвестора «важно найти не просто многообещающую технологию, а многообещающую технологию с превосходной командой. Идеи – как деловые, так и технические – не стоят ничего, ценна только их реализация, а реализация невозможна без опытных менеджеров и инженеров, которые воплотят идею в жизнь»¹¹.

Специфическим венчурным инвестором являются «бизнес-ангелы», под которыми понимаются частные неформальные инвесторы, которые инвестируют в некотирующиеся на фондовой бирже начинающие свой бизнес компании. Это, как правило, располагающие значительными средствами бывшие предприниматели или представители руководящего состава крупных компаний. В принципе, они могут вкладывать средства в венчурный фонд, но на практике чаще используют механизм прямого финансирования.

Бизнес-ангелы обычно не предоставляют свои средства венчурным фондам, однако могут организовать ассоциации (например, в США это – ACA, ACEF и др.) или группы (angel groups) для управления собственным инвестиционным капиталом. «Бизнес-ангелы» осуществляют финансирование венчурных фирм на ранних стадиях (seed, start-up) и являются серьезной поддержкой молодых инновационных фирм. Для первичной разработки проектов (**Pre-Seed**) требуется начальный капитал, который, исходя из мирового опыта, предоставляют «семья и друзья» (в США – «three F» (friends, family and fools)). Но часто требуемая сумма оказывается выше 100000-200000 дол., которую «three F» предоставить не могут, не могут выделить ее и венчурные фонды и банки ввиду слишком высокого риска на ранних стадиях. Кроме того, многие венчурные фонды США осуществляют финансирование проектов на сумму не менее 1-2 млн. дол. И тут очень важной

¹⁰ Там же. – С.14.

¹¹ Столяров И.И. Формирование национальной инновационной системы. – М.: ТЕИС, 2007. – С. 13

оказывается финансовая поддержка «бизнес-ангелов», которые, инвестируя средства в ранние стадии развития фирм, претендуют соответственно на получение более высокого дохода при «выходе». Специфика венчурного финансирования заставляет «бизнес-ангелов» выработать определенную стратегию «выхода» (exit strategy) из проинвестированной фирмы.

Наиболее типичной схемой венчурного финансирования является схема с использованием звена-посредника между венчурными инвесторами и компаниями-реципиентами – так называемого венчурного института. В качестве такого посредника выступает венчурный фонд. Средствами венчурного фонда управляет профессиональная управляющая компания. Она выступает в роли посредниками между инвесторами и компаниями реципиентами. В венчурном бизнесе руководитель или ведущий менеджер управляющей компании часто называется «венчурным капиталистом»¹² или венчурным профессионалом.

Венчурный профессионал – руководитель или ведущий менеджер управляющей компании, часто выступает инициатором создания венчурного фонда¹³. Он не является владельцем большей части средств венчурного фонда, его главный вклад в фонд – прежде всего видение перспективы, управленческие навыки, связи. Необходимо отметить, что в силу специфики венчурного бизнеса методики работы, выбора компаний, оценки, прогнозирования успеха инновационного проекта и т.п. у каждого венчурного профессионала свои. Причем, опять-таки в силу специфики отрасли, знания эти отнюдь не дешевы. Венчурных профессионалов зачастую упрекают в определенной скрытности по поводу методик и средств, используемых ими при выборе успешных проектов, принесших им колоссальные прибыли. Однако, они вполне имеют право на защиту своего know-how в этой области и на получение от него определенного дохода.

1.4 Жизненный цикл венчурного капитала

Несмотря на то, что венчурный капитал традиционно ассоциируется с высокотехнологичными начинающими предприятиями, для которых весьма характерны убытки на начальных этапах развития, венчурный капитал, в принципе, имеется для предпри-

¹² Венчурное инвестирование в России / Каширин А.И., Семенов А.С. – М.: Вершина, 2007. – С.30.

¹³ Там же. – С. 319.

Венчурный капитал в развитии инноваций

ятий, находящихся на разных этапах развития. В общем виде финансирование венчурного капитала может быть поделено на определенные стадии. Они примерно соответствуют стадиям жизненного цикла фирмы или инвестиции. Исходя из зарубежной практики, в специальной литературе выделяют пять стадий цикла венчурного капитала¹⁴: seed («ранняя», «посевная»), start-up («старт», «начальная»), early stage или early growth («ранний рост»), expansion («расширение»), exit или liquidity stage («выход», «фаза ликвидности»). Ряд авторов выделяют еще одну стадию между expansion и exit – mezzanine («мезонинная», «подготовительная»)¹⁵. Для этой стадии характерна подготовка условий для выпуска акций на рынок ценных бумаг. Данная фаза является как бы подготовительным этапом к заключительной стадии – exit. Для каждой стадии характерны свои особенности и в величине объемов, и в качестве источников инвестиций, и в размерах рисков. Необходимо заметить, что каждый венчурный капитал не обязательно проходит все стадии.

«Ранняя» стадия (seed) характерна для начального этапа предпринимательской деятельности. В этой фазе имеется лишь проект или бизнес-идея, и предприниматели только разрабатывают прототипы продукции. Именно на первой стадии отмечается наибольшая потребность в капитале и консультировании молодых инновационных и ориентированных на новые технологии фирм. Так как речь идет о новой фирме, новой продукции, неосвоенных рынках, то и риск вложений здесь чрезвычайно велик. Успеха на рынке добиваются лишь очень немногие проекты: 93% отвергаются сразу после рассмотрения, 0,6% принимаются для промышленного освоения, а 0,02% - доминируют на рынке¹⁶. Но последние с избытком покрывают все затраты по другим проектам и

¹⁴ Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности. // Инновации. – 2006. - №1 (88). – с. 31; Дворжак И., Кочишова Я., Прохазка П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы / <http://koi.cfin.ru/investor/> и др.

¹⁵ Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – с. 30; Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России. // Менеджмент в России и за рубежом. – 1998. - №2

¹⁶ Береговой В. А. Венчурный капитал – основа венчурного бизнеса. // Инновации. – 2005. - №1. – с. 31

Венчурный капитал в развитии инноваций

приносят ощутимую прибыль. Причем, причиной отказа в финансировании конкретных предложений может быть не только ошибка в творческом решении, но и неспособность производства обеспечить освоение, из-за чего решение устаревает или низкая ёмкость рынка. Кроме того, срок окупаемости венчурного капитала на данном этапе самой большой. Поэтому основными источниками венчурного капитала на этом этапе являются преимущественно «бизнес-ангелы», «семья и друзья», государственные фонды (табл. 1.2).

На «стартовой» стадии (start-up) начинается производственная деятельность компании, не имеющей пока рыночной стоимости. Компания обладает лишь опытными образцами, но уже исследовала рынок и подобран коллектив менеджеров. Сопутствующий этой стадии дополнительный раунд финансирования означает дополнительное растворение доли акций основателей предприятия. На этом этапе подтверждается осуществимость идеи путем создания макета продукта либо его критической части, разрабатываются спецификации на продукт и модель целевого рынка. Ресурсы также нужны для организации процесса производства и продажи, в некоторых случаях необходимы расходы на проведение дополнительных исследований и разработок. Из-за высокой степени риска часто практикуются совместные капиталовложения нескольких инвесторов венчурного капитала.

Таблица 1.2.

Стадии жизненного цикла венчурного капитала

Стадия	Основные цели вложения	Источники венчурного капитала	Ожидаемый доход	Величина риска	Срок окупаемости
1. seed	Проведение НИОКР, формирование бизнес-планов и маркетинговых исследований	«Бизнес-ангелы», «семья и друзья», государственные фонды (гранты)	Свыше 50% годовых (а иногда и свыше 100%)	Очень высокий финансовый риск	До 10 лет
2. start-up	Организация производства, создание прототипа нового изделия	Венчурные фонды, «бизнес-ангелы»	Около 35% годовых (до 50%)	Высокий финансовый риск	В среднем 5-7 лет

Венчурный капитал в развитии инноваций

3. early stage	Внедрение на рынок, завершение научно-исследовательских работ, повышение квалификации кадров, создание рекламы, сети сбыта	Венчурные фонды, банки	До 30% годовых	Снижение финансового риска	В среднем 4-7 лет
4. expansion	Расширение производства и сбыта, обновление продукции, увеличение оборотных средств, улучшение системы сбыта	Банки, корпорации	От 20% до 30% годовых	Низкий финансовый риск	В среднем 2-5 лет
5. exit	Финансирование выхода фирмы на рынок ценных бумаг, приобретение фирмы управляющим	Банки, публичные рынки, крупные корпорации	До 20-25% годовых	Риск незначителен и связан в основном с внешними факторами	До 1 года

На стадии «ранний рост» (early stage) компания осуществляет выпуск и коммерческую реализацию готовой продукции, формирует собственную рыночную нишу. С момента завершения разработки продукта и готовности к продажам снижается финансовый риск и неопределенность, и растет потребность в ресурсах компании. Однако многие фирмы, демонстрирующие хорошие показатели на стадии начального роста, встречают трудности в разработке последующих проектов и оказываются неспособными к устойчивому росту доходов и прибыли. Только 0,6%¹⁷ проектов принимаются для промышленного освоения и способны достичь стадии «расширения» (expansion), которая характеризуется расширением производства и рынков сбыта. На данной стадии происходит развитие и частичное технологическое обновление производства. Компания проводит дополнительные маркетинговые

¹⁷ Береговой В. А. Венчурный капитал – основа венчурного бизнеса. // Инновации. – 2005. - №1. – с. 37

Венчурный капитал в развитии инноваций

исследования, активно формирует собственную рыночную историю, увеличивает основные фонды и капитал. На этой стадии могут возникнуть претенденты на слияние или покупку компании, а также признаки повышенного внимания со стороны крупных корпораций. Поскольку появляются активы, которые могут служить залогом, компании становятся доступны и длительные кредиты. Новый виток развития, тем не менее, вызывает и новые проблемы и угрозы, способные вернуть фирму в менее привлекательное состояние, вызвать стагнацию вместо перспектив дальнейшего роста.

Стадия «выход» (exit) - заключительная стадия процесса инвестирования - предполагает преобразование компании из закрытой частной фирмы в открытое акционерное общество. Продажа полученных в обмен на инвестиции акций фирмы или выпуск акций, а затем их продажа являются выходом венчурного инвестора из нее. На этом этапе может произойти продажа акций другому инвестору, менеджменту компании, стратегическому партнеру или их публичное размещение. Для того, чтобы совершить выход на фондовую биржу, необходимо удовлетворить целому ряду финансовых и правовых условий. В большинстве случаев финансовые требования по защите потенциальных инвесторов очень высоки. Так, многие фирмы технически соответствующие правовым требованиям и другим условиям на получение кредитов имеют слишком малую долю собственного капитала для того, чтобы соответствовать требованиям выхода на фондовую биржу. Эта проблема решается посредством привлечения венчурного капитала, и увеличения тем самым доли собственного.

Исходя из структуры жизненного цикла венчурного капитала, можно отметить некоторые национальные особенности развития венчурной индустрии. В США значительные объемы средств вкладываются на ранних стадиях развития (от 25 до 30% против 15-17% в Западной Европе), в Западной Европе 41% венчурных инвестиций направляется в этап расширения. В странах Восточной Европы доминирующим этапом развития венчурных фирм по привлечению инвестиций также является расширение (62%)¹⁸. Причинами таких различных приоритетов являются разные источники венчурного капитала (в США гораздо выше доля средств

¹⁸ Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржауов, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – с.55, 60.

Венчурный капитал в развитии инноваций

«бизнес-ангелов») и национальные особенности организации венчурного финансирования.

Анализ стадий жизненного цикла венчурного капитала позволяет выделить следующие особенности его формирования:

- венчурный капитал хорошо структурирован, он имеет свои подсистемы по фазам венчурного финансирования, он может функционировать автономно, так как имеет собственные источники;

- каждая стадия жизненного цикла венчурного капитала предполагает наличие определенной цели (целей) его вложения, что позволяет новым компаниям и проектам не только появиться, развиваться и расти, но и выжить в трудных условиях;

- разные стадии жизненного цикла венчурного капитала и научно-технического проекта финансируются из разных источников. Кроме финансирования венчурный инвестор участвует и в управлении проектом в целом, следовательно венчурный капитал характеризуется многосубъектностью управления движением венчурного капитала на каждой отдельной фазе;

- при переходе от первой фазы к последней риск снижается, размер же ожидаемого дохода самый высокий на первой стадии и имеет тенденции к снижению. В связи с этим инвесторы рискованного капитала предпочитают диверсифицировать свои усилия, разделяя финансовый риск и получаемую в конечном итоге прибыль;

- продолжительность полного цикла рискованных инвестиций в одну фирму находится в очень широких пределах (известны случаи, когда с момента зарождения фирмы до ее регистрации на бирже проходило менее 3-х лет), но, как правило, для венчурного капитала характерна долгосрочность рыночной реализации;

- венчурный капитал ориентирован не на возврат, не на процент вкладываемых средств и не на регулярные доходы, не на дивиденды, а на многократное возрастание самого капитала;

- для венчурного капитала характерно отсутствие залога и гарантий, что и определяет его высокорисковый характер. Единственным залогом служит оговариваемая доля акций уже существующей или только создаваемой фирмы;

- для эффективного функционирования венчурного капитала необходимо наличие развитого фондового рынка, развитие информационной и институциональной среды;

- венчурный капитал является представляет собой совокупность финансового и интеллектуального капитала и соединяет науку, производство и рынок;

Венчурный капитал в развитии инноваций

- венчурный капитал имеет международный характер, как по источникам формирования, так и по направленности. В настоящее время значительно активизировался приток средств в европейские и российские венчурные фонды зарубежных капиталов.

Резюме. Венчурный капитал представляет собой особую форму капитала, обусловленную интеграцией носителей денежного капитала и носителей управленческого опыта и технологий, а также спецификой направлений и источников его вложения, рисковым характером в сочетании с высокой доходностью, сроком окупаемости, фрагментарностью и поэтапностью венчурного инвестирования. Данная специфика венчурного капитала связана в первую очередь тем, что он играет роль особого капитала направленного на активизацию научно-технической и инновационной деятельности с ее высокорисковой природой.

Значение венчурных инвестиций на микроэкономическом уровне заключается в том, что они служат источником развития, расширения предпринимательской инициативы, получения конкурентных преимуществ предприятия (проекта) и прибыли инвесторов. На отраслевом уровне венчурные инвестиции выполняют функцию стимулирования развития ряда высокотехнологичных отраслей. На макроэкономическом уровне венчурные инвестиции служат основой структурной перестройки экономики, модернизации национального хозяйства, расширенного воспроизводства.

Вопросы для самоконтроля

1. Каково значение венчурного капитала в реализации инновационного процесса?
2. Где зародилось венчурное финансирование?
3. Чем отличается венчурное инвестирование от венчурного финансирования?
4. Раскройте сущность венчурного капитала. В чем его специфика?
5. Что собой представляет венчурная компания-реципиент?
6. Охарактеризуйте стадии жизненного цикла венчурного капитала.

ГЛАВА 2. ФОРМИРОВАНИЕ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА: МИРОВОЙ ОПЫТ

2.1. Организационные формы венчурного финансирования

Система венчурного финансирования подразумевает особые механизмы организации, которые, исходя из высокорискового характера, позволяют ей эффективно функционировать в рыночной среде.

В общем виде механизм венчурного финансирования, проводится по следующей схеме: инвестор выбирает из многих проектов несколько наиболее, на его взгляд, перспективных и вкладывает в них средства в надежде на то, что через несколько лет бизнес станет прибыльным, и он сможет продать свою долю подорожавших акций. Однако, успеха на рынке добиваются только некоторые проекты, но они с избытком покрывают все затраты по другим проектам и приносят ощутимую прибыль.

Исходя из практического опыта зарубежных стран, можно выделить несколько основных организационных форм венчурного инвестирования¹⁹, применяемых для минимизации финансовых рисков.

Простейшая форма – прямое инвестирование, при котором инвестор напрямую финансирует заинтересовавший его проект. Данная форма приводит как к максимизации риска, так и к объемам прибыли при удачном исходе и в большей степени подходит для крупных инвесторов, хорошо не только ориентирующихся на рынке инновационных идей, но и являющихся отличными менеджерами.

Разновидностью этой формы прямого инвестирования является финансирование нескольких проектов одновременно. Это позволяет снизить риски, но одновременно снижается норма прибыли, потому что за счет полученной прибыли по высокодоходным проектам приходится покрывать убыток по неудачным проектам.

¹⁹ Инвестиционная политика: учебное пособие / Ю.Н. Лапыгин, А.А. Балакириев, Е. В. Бобкова и др.; под ред. Ю.Н. Лапыгина. – М.: КНОРУС, 2005. – с. 239

Венчурный капитал в развитии инноваций

Другой разновидностью организационных систем инвестирования является совместное инвестирование крупного инновационного проекта. Этот способ организации инвестирования подходит для инвесторов, которые пытаются минимизировать риск за счет разделения его на несколько составляющих. Однако уменьшается и индивидуальная норма прибыли.

Наиболее высокоорганизованной формой венчурного инвестирования является венчурный фонд. Данная форма получила широкое распространение в США, где еще в 2002 г. насчитывалось 892 аналогичных фонда с общим капиталом 316,5 млрд. долл.²⁰.

Существует ряд венчурных фирм, которые организуют венчурные фонды. За управление фондом в случае успешной реализации проекта такая фирма получает кроме ежегодных платежей (2-3 % от венчурного капитала) также часть дохода от реализации акций венчурной компании (в зависимости от результата от 20 до 30%)

При любой форме организации венчурного финансирования обязательно происходит взаимодействие между двумя сторонами (субъектами) – венчурной фирмой с одной стороны и инвестором с другой. Как отмечалось ранее, под венчурной фирмой (реципиентом) понимается, как правило, инновационная организация, получающая венчурный капитал от венчурного фонда или другого инвестора. Инвесторами, исходя из мировой практики, могут быть корпорации, бизнес-ангелы, пенсионные фонды, банки, страховые компании, государство. Иногда венчурная фирма создается крупной промышленной компанией для внедрения инновационного проекта. Как отмечалось ранее, в зависимости от стадии развития венчурной фирмы инвестиционные ресурсы предоставляют ей те или иные участники (инвесторы). Участие различных инвесторов в венчурном финансировании подразумевает различные схемы организации этого процесса.

Крупные корпорации играют большую роль в осуществлении венчурного финансирования, как в США, так и в странах Западной Европы. Одними из первых рисковое финансирование освоили такие гиганты, как DuPont, Ford. Позднее к ним присо-

²⁰ Биддл Дж. Презентация для Российско-американского предпринимательского форума. Сентябрь 2003 г. с. 9,11 //www.novakbiddle.com

единились и многие другие корпорации - IBM, Intel, General Electric, 3M и др.

Крупные корпорации используют, как правило, три основные формы рискованных капиталовложений: прямое венчурное финансирование деятельности мелких инновационных фирм; создание квазисамостоятельного дочернего венчурного фонда за счет собственных средств; вхождение в качестве партнера с ограниченной ответственностью в независимые венчурные фонды, которые создаются и управляются профессионалами рискованных капиталовложений²¹.

Все вышеперечисленные формы имеют как преимущества, так и недостатки (табл. 2.1).

Первая организационная форма венчурного бизнеса широко применялась во второй половине 70-х годов крупными химическими и фармацевтическими компаниями для поддержки проектов новых фирм, специализировавшихся на использовании методов генной инженерии в области биотехнологии.

Разновидностью этой формы организации венчурного финансирования крупными корпорациями является создание дочерних предприятий. Имея высокий потенциал, такая холдинговая структура управления может эффективно привлекать финансовые ресурсы из внешних источников. Поэтому на этапе выполнения инновационной стадии проекта по созданию технологической инновации в рамках холдинга может быть достигнута высокая степень координации инвестиционных вложений в проект. Для осуществления инновационной деятельности в рамках холдинга могут быть использованы такие формы организации бизнес-процессов, как совместная деятельность, финансовый лизинг, франчайзинг и др.

Таблица 2.1

Основные организационные формы венчурного финансирования, которые преимущественно используются крупными корпорациями

Форма организации	Преимущества	Недостатки
прямое венчурное финансирование	более высокая отдача (доход) или возможность получить	наибольший финансовый риск; трудности в

²¹ Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России. // Менеджмент в России и за рубежом. – 1998. - №2

Венчурный капитал в развитии инноваций

	контроль над новой фирмой в случае коммерческого успеха	управлении проектами
создание квазисамостоятельного дочернего венчурного фонда	диверсификация финансовых рисков; эффективность управления финансовыми рисками за счет квалифицированного менеджмента	требуется тщательное согласование инвестиционной политики фонда со стратегическим курсом развития корпорации; трудности с выбором между альтернативными инвестиционными проектами
участие в независимых венчурных фондах	не требует больших инвестиций и специфичных навыков управления; облегчает доступ к разработкам 10-15 поддерживаемых фондом мелких фирм; рассредоточение финансового риска	пассивный характер (возможности вмешательства инвесторов в деятельность венчурного фонда лимитированы рамками участия в партнерстве)

Концентрация инновационных процессов в дочерних предприятиях является важным фактором эффективности конкурентной стратегии холдинга. Однако необходимо оптимальным образом распределить ответственность между дочерним предприятием и материнской компанией. В настоящее время используются различные подходы к решению этой проблемы, основанные на различных вариантах взаимодействия материнской компании и дочерних предприятий холдинга. В качестве этих вариантов вы-

Венчурный капитал в развитии инноваций

деляют централизованный, децентрализованный и комбинированный варианты²².

Централизованный вариант предполагает, что инновационная деятельность дочерних предприятий финансируется из централизованного бюджета холдинга. Эта схема эффективна только при высоком корпоративном единстве материнской компании и дочерних предприятий холдинга, т. к. инновационная деятельность некоторых дочерних предприятий может быть убыточной.

При использовании децентрализованного варианта управление финансовыми ресурсами дочерних предприятий осуществляется автономно, исходя из конечных результатов их деятельности. При использовании этой схемы иногда трудно осуществить финансовый контроль деятельности тех дочерних предприятий, финансовый потенциал которых превышает финансовый потенциал материнской компании.

При применении комбинированного варианта, консолидированная финансовая система холдинга обеспечивает финансовыми ресурсами инновационную деятельность дочерних предприятий. Этот вариант допускает эффективный контроль со стороны материнской компании за финансовым механизмом инновационной деятельности дочерних предприятий. В случае если дочерние предприятия холдинга имеют высокую степень самостоятельности, то с точки зрения материнской компании важен поток доходов, который будет получен от результатов инновационной деятельности дочерних предприятий.

Особенностью второй формы является обязательное наличие управляющих, которые являются служащими корпорации или нанимаются из числа квалифицированных специалистов в области венчурного бизнеса для проведения венчурных операций. Такие крупные корпорации как, Monsanto и Xerox создали специальные венчурные фонды.

Третья организационная форма – участие в независимых венчурных фондах - является наиболее распространенной и, исходя из мирового опыта, наиболее оптимальной. Связанно это с тем, что она не требует от корпораций значительных инвестиций и специфичных для данного рода деятельности навыков управления, поскольку венчурные фонды, имеющие дело с капиталами

²² Высотехнологичные предприятия в эпоху глобализации / И.В. Иванов, В.В. Баранов, Г.И. Лысак, О.В. Кирсанов. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – с. 243.

Венчурный капитал в развитии инноваций

нескольких инвесторов, создаются и управляются профессионалами рискованных капиталовложений. Так, по данным Dow Jones LP Source, общий объем средств, привлеченных венчурными фондами США в 2011 г., составляет 7,7 млрд. долларов, что на 97% превышает показатель прошлого года. Столь существенное увеличение объема финансирования связано с ростом привлекательности американских венчурных фирм, возобновившегося в посткризисный период.

Деньги в венчурные фонды поступают не только от крупных корпораций, но и из пенсионных фондов, страховых компаний и других организаций. Значительную роль в организации венчурного финансирования инновационных проектов играют и университеты, академии и другие учебные заведения. В этом случае учебным заведением создается венчурное агентство, выступающее в качестве аккредитованной организации кредитной финансовой структуры по экспертизе, оценке эффективности, технической реализуемости, конкурсному отбору и представлению для финансирования в эту кредитную финансовую структуру инновационных проектов слушателей. Преимуществом этой формы организации заключается в том, что у учебного заведения отпадает необходимость в поиске и привлечении необходимых инвестиционных ресурсов в собственный венчурный фонд, а кредитная финансовая структура имеет неиссякаемый источник высокоэффективных профессионально подготовленных инновационных проектов, прошедших высококвалифицированную проверку на эффективность и техническую реализуемость аккредитованным венчурным агентством²³.

2.2. Источники формирования венчурного капитала

Обеспечивая создание и функционирование малых и средних предприятий преимущественно инновационного типа, бизнес-ангелы и другие инвесторы венчурного капитала (прямые инвесторы, инвесторы, вкладывающие средства в венчурные фонды, банки и др.) взаимодополняют друг друга и тем самым способ-

²³ Колесников А.Н., Филин С.А. Организация венчурного инвестирования инновационных бизнес-идей в учебных заведениях // Инновации. – 2005. - №1.

Венчурный капитал в развитии инноваций

ствуют инновационному развитию национального хозяйства в целом.

В целом же, структура источников формирования венчурного капитала разнообразна и отличается сильной страновой спецификой, что является следствием особенностей законодательного регулирования разных государств и укоренившимися в финансовой сфере нормами. Венчурный капитал может формироваться за счет средств частных лиц, страховых компаний, пенсионных фондов, промышленных корпораций и банков.

В начале XXI века крупнейший объем венчурных инвестиций приходится на США. Так, согласно данным Национальной ассоциации венчурного капитала США, по итогам 2007 г. здесь было осуществлено 39509 млн. долл. венчурных вложений. Суммарный объем венчурных инвестиций в Европе за тот же период, по данным компании Dow Jones Venture Source, не превысил 9949 млн. долл. Однако, в 2010 г. под влиянием мирового финансово-экономического кризиса произошло снижение объема венчурных инвестиций. В США этот показатель составил 14953 млн. долл., а в Европе – 3330 млн. долл.

Особенностью формирования венчурного капитала США является разнообразие источников. В формировании венчурных фондов принимают участие органы власти штатов и муниципалитетов, иностранные вкладчики, отдельные лица, филантропические фонды²⁴. Крупнейшим источником венчурного капитала являются пенсионные фонды. Получившие в 1979 году право вкладывать очень ограниченную часть своих средств в инвестиционные проекты с повышенной степенью риска, пенсионные фонды стали самым стабильным американским источником рискованного капитала, обеспечивающим более 50% всех новых поступлений в 1999 г.²⁵, чему в немалой степени способствуют действующие льготы по налогообложению прибыли.

Среди источников венчурного капитала стабильное место также занимают крупные промышленные и торговые корпорации. Их вклад в портфельные компании США составляет около 9% от

²⁴ Франк И. Кто не рискует – тот не пьет шампанского (русская «венчурная поговорка») / www.rvca.ru/web/vca/public/p_vc_5-2002.html / С.2

²⁵ Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржауев, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – с.49

Венчурный капитал в развитии инноваций

общего объема инвестиций. Корпорации участвуют в венчурном финансировании тремя основными способами²⁶:

- непосредственно финансирование создания малых инновационных фирм;
- создание целиком принадлежащих им филиалов мелких венчурных фирм, но уже не научно-исследовательских, а инвестиционных. В форме инвестиционной венчурной фирмы создается фонд, используемый для предоставления ссуд на разработку и освоение изобретений, сделанных вне пределов материнской компании;
- деятельность по созданию самостоятельно функционирующих специализированных инвестиционных фирм венчурного капитала путем объединения средств различными собственниками.

Источником венчурных капиталов выступают традиционно и банки. Их прямое участие в рисковом финансировании ограничено из-за боязни высокого риска, связанного с отсутствием материального обеспечения, неликвидностью капиталовложений в венчурные фирмы, их высокой нормой банкротств на начальных стадиях существования. Но банки часто участвуют в рисковом деле через формирование венчурных фондов.

Заметную роль в венчурном бизнесе США также играют физические лица. Помимо материального интереса, нередко побудительным мотивом для них является желание поддержать своих близких или просто знакомых предпринимателей, начинающих новое дело. Условия помощи могут быть в последнем случае менее жесткими и более выгодными, чем у организованных профессионалов венчурного бизнеса. Вероятно, в силу этого крупных индивидуальных инвесторов рисковом капитала называют в предпринимательской среде «бизнес-ангелами»²⁷.

Следует также отметить, что немалая доля средств в американские венчурные фонды поступала во второй половине 80-х - начале 90-х годов от зарубежных, в частности, японских инвесторов (ежегодно примерно от 10% до 15%)²⁸.

²⁶ Там же. – с. 47-48

²⁷ Гамаюнов Б. Венчурный бизнес: история, принципы, статистика. // Инновации. – 2001. - №8. – с. 37

²⁸ Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рисковом) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России. // Менеджмент в России и за рубежом. – 1998. - №2

Венчурный капитал в развитии инноваций

В ряде венчурных фондов США используются средства государственных программ поддержки бизнеса, обычно направленные на развитие малых предприятий на этапе становления. Например, Администрацией малого бизнеса США финансируется программа инвестиций в малый бизнес (SBIC), в рамках которой венчурные фонды могут объединить собственные средства с государственными для увеличения инвестиций в компанию-реципиента.

До появления венчурного капитала в Европе, около двадцати лет назад, частные предприниматели попросту не имели свободного доступа к источникам финансирования акционерного капитала. С середины 80-х европейские вкладчики стали больше интересоваться возможностями инвестиций в акции, вкладывая меньше средств в традиционные для них активы с фиксированным доходом. Пионером венчурной индустрии в Европе является Великобритания - старейший и наиболее мощный мировой финансовый центр.

В странах Западной Европы список участников венчурных фондов несколько шире. Его дополняют государственные учреждения, коммерческие и клиринговые банки, университеты и прочие источники. Характерная особенность стран Западной Европы по сравнению с США более высокий удельный вес в венчурном бизнесе банковских структур. Например, доля банковского капитала в венчурном в 2004 г. составила более 12%. Этим отчасти объясняется преимущественная ориентация западноевропейских инвесторов на более традиционные и менее рискованные предпринимательские проекты.

Большая роль банков характерна для Германии, Ирландии, в Бельгии же значительный удельный вес составляет венчурный капитал, полученный от частных инвесторов, а в Италии он формируется со значительным участием правительственных организаций. Из всех западноевропейских стран для Великобритании характерен наиболее развитый венчурный бизнес, и здесь, как и в США, высока роль пенсионных фондов, их доля вместе со страховыми компаниями составляет около 50%, доля банков – около 22%.²⁹

Необходимо особо выделить участие в венчурном бизнесе крупных промышленных компаний. Многие из них заинтересованы в использовании механизмов рискованного финансирования не для

²⁹ Венчурный капитал и прямое инвестирование в России: Сборник статей и выступлений. – С-Пб.: 2001

Венчурный капитал в развитии инноваций

получения дополнительного дохода, который в любом случае несопоставим с доходами от их основной производственной деятельности, а прежде всего - для достижения целей выбранной в современных условиях стратегии научно-технического развития.

Исходя из сравнительного анализа источников венчурного капитала США и Западной Европы (рис. 2.1) можно сделать вывод о том, что из них наиболее значимыми являются пенсионные фонды, банки и страховые компании.

Безусловно, рынок венчурного капитала США является самым ёмким, его отличительной чертой является большое разнообразие венчурных инвесторов, включающих солидную долю «бизнес-ангелов». Одними из самых мощных источников венчурного капитала в Западной Европе в отличие от США являются банки. Также в Европе соотношение между основными инвесторами несколько отличается от американского в части значительно большего «веса» государственных инвестиций.

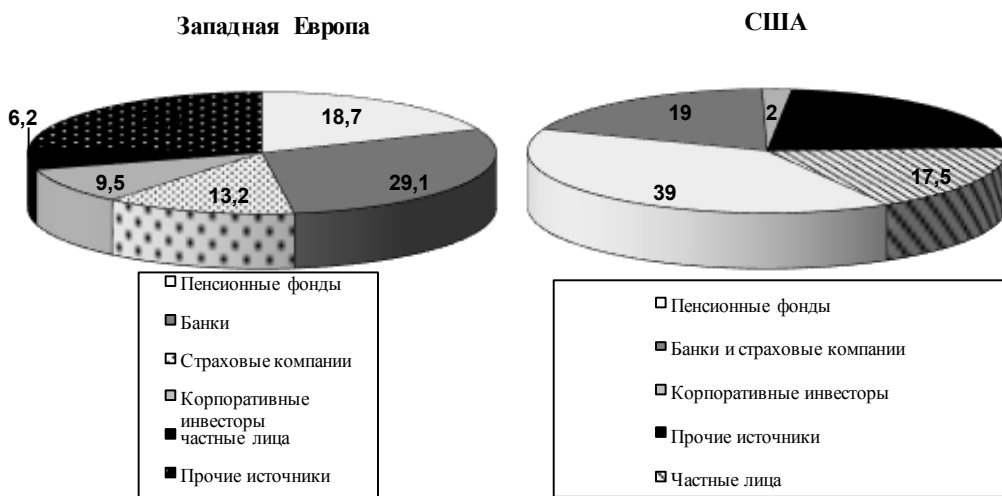


Рис. 2.1. Структура источников венчурного капитала в Западной Европе и США в 2010 году (в %)³⁰

³⁰ Рисунок составлен по данным: Science and Engineering Indicators – 2011; www.nvca.org; www.evca.eu

Европейская индустрия венчурного капитала отличается от своего американского аналога по двум параметрам. Во-первых, она инвестирует преимущественно в основные сектора экономики, тогда как венчурный капитал США - в новые технологии. Во-вторых, главными инвесторами европейских фондов венчурного капитала являются банки (за исключением Великобритании), а в США - пенсионные фонды, страховые компании, спонсоры и частные лица. Основной целью венчурных капиталов Европы является отбор и поддержка европейских компаний с целью превращения их в предприятия мирового класса. До 90% всех инвестиций получают компании, имеющие менее 500 служащих³¹.

В Японии развитие венчурного бизнеса инициирует государство. Доля компаний венчурного капитала в финансировании инновационного предпринимательства невелика, почти 70% из них подчиняются материнской компании. Для Японии характерна нехватка рискованного капитала при избытке капитала в целом. Важнейшими резервами для развития венчурного бизнеса в этой стране являются пенсионные фонды и сбережения населения³².

Таким образом, разнообразие источников венчурного капитала, как по количественному, так и по качественному составу, позволяющая моделировать различные механизмы его функционирования.

2.3. Венчурный фонд и институты поддержки венчурного бизнеса

Одной из главных задач при осуществлении венчурного проекта является управление рисками. Вопросы обеспечения стабильности и снижения рисков для венчурных инвесторов и венчурных предприятий - прерогатива венчурных фондов.

Рост венчурных фондов возможен только при увеличении у них долей акций предприятий, акционерами которых фонды являются, при активном участии в управлении последними, в мероприятиях, направленных на усиление конкурентных позиций этих

³¹ Прохоров А. Венчурный капитал // Экономика и жизнь – Сибирь. – №11-12 (125-126), июнь, 2000

³² Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржауов, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – С.69-70.

Венчурный капитал в развитии инноваций

предприятий. Для управления венчурными фондами в настоящее время используются специализированные структуры - управляющие компании. По договору с венчурным фондом им делегируются функции управления отдельными венчурными инвестиционными проектами и реализующими их венчурными предприятиями. Стратегия деятельности венчурных управляющих определяется защитой коллективных интересов инвесторов. Приоритетная цель их деятельности - обеспечение стабильных условий для долгосрочного получения прибыли каждым из инвесторов. Основным условием получения вознаграждения венчурными управляющими является увеличение в результате их деятельности стоимости венчурных предприятий. Так возникает общность интересов - главная предпосылка увеличения и стоимости собственных средств управляющей компании, и стабильности ее существования³³.

В венчурном бизнесе инвесторы предпочитают объединяться в фонды для диверсификации рисков. Фонды позволяют вкладывать средства нескольких инвесторов во многие компании сразу.

Зарубежный опыт функционирования венчурных фондов позволяет представить ее в следующем виде (рис. 2.2). Капитал инвесторов вкладывается в венчурный фонд, который находится под оперативным руководством управляющей компании. Фонд в свою очередь, приобретает доли в компаниях на ограниченный срок (обычно на 5-7 лет).

³³ Якупова Н.М. Стратегия развития венчурной инвестиционной деятельности в России. // Проблемы современной экономики. – 2004. - №2 (6)

Венчурный капитал в развитии инноваций

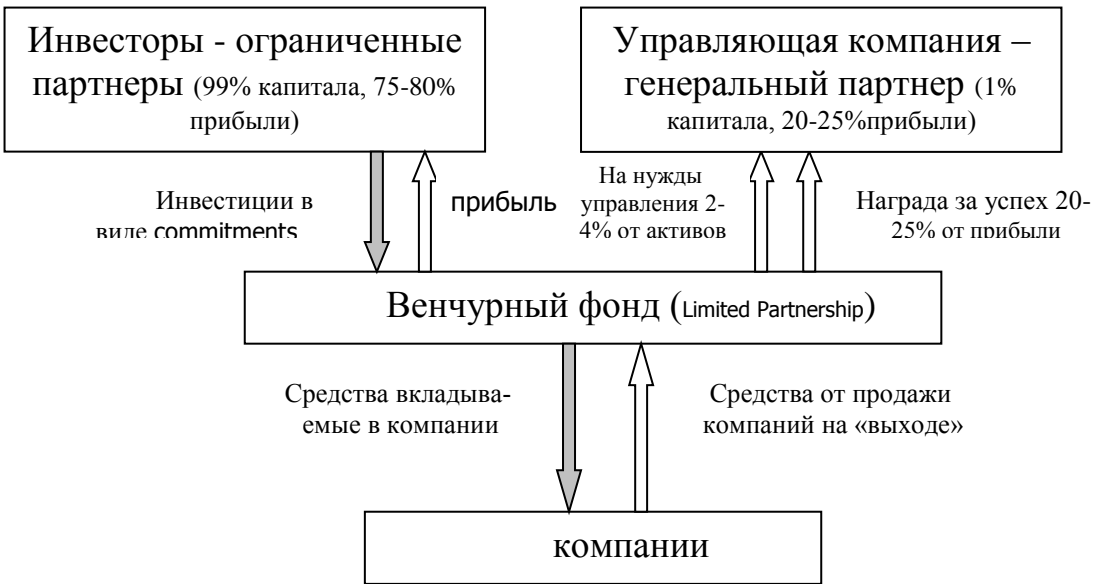


Рис. 2.2 – Схема организации венчурного фонда³⁴

Основной объект вложения венчурного фонда – доли в компаниях на стадии старт-ап. Цель фонда – рост капитализации проинвестированных компаний и получение прибыли от продажи долей в компаниях³⁵.

Прибыль фонд получает на стадии «выхода», когда он продет свои акции либо на бирже, либо стратегическому инвестору или менеджерам проинвестированной фирмы. Продажа происходит на пике стоимости компании, и врученные средства могут многократно превышать первоначальные вложения.

С целью разделения рисков венчурные фонды инвестируют собранные средства в довольно большое число проектов (10-30). То естественно, ведь значительная часть проектов окажется убыточной или мало доходной, но зато небольшая доля профинансированных компаний сможет принести сотни и даже тысячи про-

³⁴ Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности. // Инновации. – 2006. - №1 (88). – С. 33.

³⁵ Венчурное инвестирование в России / А.И. Каширин, А.С. Семенов. – М.: Вершина, 2007. – С.31

Венчурный капитал в развитии инноваций

центров прибыли (правило «3-3-3-1», когда на 10 проинвестированных компаний: 3 – неудачны, 3 – приносят умеренную доходность, 3 – высокодоходны, а одна оказывается сверхдоходной и приносит сотни процентов прибыли. Это во много раз покрывает издержки, связанные с неудачным инвестированием.)

Исходя из мировой практики, организационно-правовой структурой, идеально подходящей для венчурного фонда является договор об ограниченном партнерстве (Limited Partnership, LP). Юридическая форма LP предусматривает разделение партнеров на ограниченных, не участвующих в управлении фондом, и генеральных, осуществляющих руководство фондом. Ограниченный партнер не несет ответственности за результаты деятельности фонда на сумму большую, чем его вклад в фонд, а генеральный партнер несет неограниченную ответственность по обязательствам фонда. Генеральные партнеры имеют право действовать от имени остальных партнеров. Таким образом, управляющая компания становится генеральным партнером, а инвесторы – ограниченными.

Руководство же процессом сбора средств венчурного фонда и их последующим вложением осуществляет управляющая компания. Как было отмечено ранее, в венчурной индустрии руководитель или ведущий менеджер управляющей компании часто называется «венчурный капиталист» (профессионал). Он не является владельцем большей части средств венчурного фонда. Главный его вклад в фонд – прежде всего видение перспективы, управленческие навыки, идеи, связи.

Особенностью, характерной именно для венчурных фондов является активное участие управляющей компании фонда в управлении проинвестированной компанией, «жизнь инвестора с компанией». Это своеобразное обучение, поскольку в его ходе основатели стартапа приобретают у венчурных профессионалов необходимые знания в области бизнеса, бухучета, маркетинга, а также полезные связи и контакты. Имя известного венчурного капиталиста-профессионала становится своеобразным брендом, повышающим шансы стартапа выжить в конкурентной борьбе.

Управляющая компания и выступает в роли посредника между инвесторами и предпринимателями-реципиентами инвестиций. На начальном этапе функционирования фонда под руководством управляющей компании происходит выбор объектов инвестиций, список которых утверждается инвестиционным комитетом фонда, представляющим интересы всех инвесторов. По окон-

Венчурный капитал в развитии инноваций

чании деятельности фонда, после «выхода» из проинвестированных компаний, вознаграждение управляющей компании составляет 20-25% от прибыли, что является компенсацией за эффективное управление. Управляющая компания, как правило, преследует несколько целей: исключение дополнительного уровня налогообложения; пригодность одного фонда для любого типа инвесторов; минимальное обложение налогом платы за управление фондом; простота в управлении.

Венчурные инвесторы не вносят сразу все средства одновременно, они предоставляют фонду обязательства (commitments) выделить заранее оговоренный объем средств по мере необходимости в них. Это избавляет менеджеров фонда от задачи обеспечивать доходность еще не вложенных средств. С другой стороны, инвесторы таким образом контролируют деятельность венчурного фонда.

Американский опыт свидетельствует о том, что венчурный фонд созданный в виде Limited Partnership обладает следующими достоинствами. Во-первых, отсутствует «двойное налогообложение», т.е. налоги выплачиваются лишь самими партнерами при получении ими дохода, а само партнерство налогами не облагается. Во-вторых, на уровне договоров прописываются условия управления фондом, которые могут варьироваться в зависимости от пожеланий всех партнеров. Права закрепляются таким образом, что и инвесторы и менеджеры фонда заинтересованы в достижении общей конечной цели – получении максимальной прибыли на «выходе» и защиты от ошибок инвестируемых компаний.

В ряде венчурных фондов могут размещаться средства государственных программ поддержки бизнеса, обычно направленные на развитие малых предприятий на этапе становления. В частности, Администрацией малого бизнеса США финансируется программа инвестиций в малый бизнес (SBIC), в рамках которой венчурные фонды могут объединить собственные средства с государственными для увеличения инвестиций в компанию-реципиента.

Резюмируя вышеизложенное можно отметить, что позитивная роль венчурных фондов в системе финансирования инноваций неоспорима и от этого механизма выигрывают все:

- инновационные компании-реципиенты получают финансирование своих разработок;
- инвесторы достигают высоких прибылей за счет роста капитализации проинвестированных компаний;
- государство выигрывает от роста налоговых поступле-

Венчурный капитал в развитии инноваций

ний и создания новых рабочих мест;

- экономика в целом получает возможность своевременного внедрения новых технологий.

Венчурное финансирование, будучи по своей природе высоко-рисковым, уже содержит в себе элементы управления риском, к которым относится, например, их локализация, пространственная и временная диверсификация посредством образования венчурных фондов. Участие венчурных профессионалов в финансировании рискованных проектов также служит средством снижения риска благодаря их опыту, компетентности, знаниям в области менеджмента, маркетинга, финансов.

Для успешного развития венчурного предпринимательства необходимо также наличие эффективной инновационной инфраструктуры, обеспечивающей единство стадий инновационного и инвестиционного процесса.

Практический опыт развитых стран показал, что достаточно удачной организационной формой объединения важнейших элементов инновационной инфраструктуры являются такие технологические структуры как наукограды, технополисы, технопарки, бизнес-инкубаторы, инновационно-технологические центры.

Технополис представляет собой форму объединения инновационных компаний, высших учебных заведений, предприятий, консультационных, маркетинговых, инновационных и других организаций сферы услуг, соответствующих подразделений государственных и муниципальных органов в единый механизм.

Наукоград Российской Федерации – муниципальное образование, имеющее высокий научно-технический потенциал, с градообразующим научно-производственным комплексом³⁶.

Технопарк представляет собой объединение предприятий, научных организаций, учебных заведений и иных предприятий и организаций, технологически связанных с ними или обеспечивающих их обслуживание.

Структуры технопаркового типа являются одной из наиболее эффективных форм стимулирования экономического роста и содействия глубокой интеграции науки и производства. Именно технопарковые структуры создают необходимые условия для предпринимательской деятельности в области наукоемких технологий и высокотехнологичной продукции, обеспечивают непрерывность инновационного цикла: генерацию инноваций, распро-

³⁶ Федеральный закон «О статусе наукограда Российской Федерации»

Венчурный капитал в развитии инноваций

странение и доведение их до потребителя, усвоение и использование в практической деятельности.

Впервые технопарки были созданы в США (Стэнфордский исследовательский парк, в 1951 г.). Это проект увенчался феноменальными достижениями в развитии наукоемкого сектора промышленности. В данном технопарке начинали свою деятельность такие всемирно известные фирмы как Hewlett Packard, Polaroid. Он положил начало знаменитой Силиконовой долине. Затем технопарки появились в Великобритании, Франции, Японии, Германии, Бельгии, Израиле и в других странах.

Существует немало определений технопарковых структур, что во многом обусловлено особенностями научно-технической политики страны, региона, выбранной специализации, вида предпринимательской деятельности и др. Для многих концепций технопарков общим является наличие инкубатора (инновационного, технологического, бизнес-инкубатора), играющего ключевую роль в стимулировании процесса учредительства и развития новых фирм.

Бизнес-инкубатор – это программа комплексной помощи вновь создаваемым, молодым предприятиям, нацеленная на поддержку с помощью создания благоприятных условий для становления и успешного развития. Он представляет собой наиболее эффективную форму организационной поддержки малых предприятий на начальной стадии их становления, и главной их задачей является создание условий для реализации предпринимательского потенциала. Ведь стартовые деньги – не единственный дефицитный ресурс для вновь возникающих компаний, малому бизнесу необходим весь спектр информационных, и консультационных, и кадровых услуг. Основное назначение инкубаторов – предстартовая и стартовая начальная поддержка малого, преимущественно инновационного предпринимательства, помощь потенциальным предпринимателям, которые хотят, но не могут начать собственное дело³⁷.

В развитых странах инкубаторы формируются и финансируются за счет средств местных органов власти, университетов, промышленных корпораций, субсидий правительства. Например, в США местные органы власти уделяют особое внимание концентрации финансовых ресурсов на уровне региональных венчурных

³⁷ Манцев О. Венчурное предпринимательство: мировой опыт и отечественная практика // Вопросы экономики. – 2006. - №5. – С.125.

фондов. Некоторые из них осуществляют непосредственное венчурное финансирование малого инновационного бизнеса, другие выделяют субсидии организаторам инкубационных программ. Осуществляя долговременные рискованные инвестиции бизнес-инкубаторы должны создаваться стабильными в финансовом отношении структурами.

Организаторы бизнес-инкубатора выступают в качестве венчурных предпринимателей, что непосредственно отражается на их участии в прибыли, при этом бизнес-инкубаторы служат организационно-экономической формой реализации венчурного капитала. Хотя бизнес-инкубаторы являются смешанными предприятиями можно выделить четыре их основных вида: корпоративные; общественные; университетские; частные.

Деятельность бизнес-инкубаторов достаточно эффективна. Так, по различным данным 70-80% «выпускников» инкубаторов функционируют еще минимум три года, в то время как, по меньшей мере, $\frac{3}{4}$ обычных компаний «погибает» в первые полтора года своего существования. Перспективными являются бизнес-инкубаторы, которые специализируются на поддержке фирм, осуществляющих выход на рынок, в том числе и мировой, с качественно новыми товарами, как правило, производимыми на основе использования технических и технологических принципов, обеспечивающих практическое применение результатов фундаментальных и прикладных исследований³⁸.

Еще одним инструментом поддержки начинающих инновационных предприятий выступает *бизнес-акселератор*, который во многом схож с принципами модели бизнес-инкубатора, но ориентирован на более интенсивное развитие инновационных проектов в короткие сроки. Акселераторы представляют собой объединение опытных бизнесменов, которые занимаются руководством, наставничеством, созданием сетей, управлением проектами, предоставляют офисные услуги, знания и опыт зарождающимся инновационным предприятиям, чтобы помочь им добиться успеха на ранних стадиях жизненного цикла. Первым акселератором, направленным на запуск инновационных проектов, считается Y-

³⁸ Манцев О. Венчурное предпринимательство: мировой опыт и отечественная практика // Вопросы экономики. – 2006. - №5. – С.126

Combinator, созданный в Калифорнии в 2005 году³⁹. Популярность бизнес-акселераторов в США подтверждается увеличением их количества в последние годы. Аналогичная тенденция сложилась и в Европе. Первый акселератор Seedcamp, созданный в Лондоне в 2007 г., в настоящее время имеет общеевропейский статус и получает более 2000 заявок в год. С момента создания Seedcamp выпустил 110 инновационных компании, которые привлекли 65 млн. долл. инвестиций в общей сумме.

Сегодня в мире насчитывается более 700 акселераторов, из них наиболее успешными считаются американские Y-Combinator и TechStars, выпустившие за время своего существования 566 и 248 инновационных компаний соответственно. «Выживаемость» проектов после «выращивания» в этих акселераторах составляет более 85%⁴⁰.

Резюме. Анализируя зарубежный опыт, необходимо отметить что участие в независимых венчурных фондах является наиболее оптимальной формой организации венчурного инвестирования. Это обусловлено тем, что фондовая форма способствует рассредоточению риска в связи с участием объединенного капитала разных инвесторов в нескольких проектах. Минимизировать риски, присущие венчурному финансированию позволяют и специальные знания и информация в области управления, маркетинга, технологий и других сфер у профессиональных управляющих венчурных фондов. Эффективность поддержки малых венчурных фирм с помощью различных технопарковых структур также подтверждается зарубежным опытом. Государство со своей стороны должно содействовать благоприятному функционированию различных организационно-экономических форм венчурного инвестирования, что оказывает непосредственное влияние на развитие венчурного бизнеса в целом и, как следствие, формируются базовые элементы для формирования эффективной экономики инновационного типа.

Безусловно, нельзя копировать зарубежный опыт, пусть даже успешный, механически. Необходимо учитывать российскую

³⁹ Miller P., Bound K. The Startup Factories The rise of accelerator programmes to support new technology ventures. Discussionpaper: June, 2011.- <http://www.nesta.org.uk/sites/default/files>

⁴⁰ Карта акселераторов. Инфографика. // *Russian venture chronicle*. - 2014. - №1. С.24-25

Венчурный капитал в развитии инноваций

специфику, адаптировать успешные механизмы применительно к отечественным условиям, принимая во внимание при этом новые вызовы и угрозы развития глобального экономического пространства.

Вопросы для самоконтроля

1. Охарактеризуйте основные организационные формы венчурного финансирования.
2. Каковы источники венчурного капитала в Западной Европе и в США?
3. Что собой представляет венчурный фонд? Каковы преимущества фондовой формы венчурного финансирования?
4. Что собой представляют технопарковые структуры?

ГЛАВА 3. ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ РАЗВИТИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКИ В РОССИИ

3.1. Возникновение венчурного капитала в России

За годы рыночных реформ в России получило свое развитие и венчурное финансирование. Точкой отсчета венчурной индустрии в нашей стране принято считать⁴¹ 1993 год, когда на Токийском саммите между правительствами стран «большой семерки» и Европейским Союзом было принято соглашение о выделении России средств на развитие венчурных проектов под эгидой ЕБРР.

Однако проблемы развития механизмов венчурного финансирования привлекают российских исследователей и специалистов управления с 1985 года, когда в начале перестройки задача интенсификации научно-технического прогресса для вывода экономики СССР из кризиса ставилась на самом высоком уровне, экономические и политические условия, необходимые для использования венчурного финансирования нововведений, полностью отсутствовали.

С 1988 г. определенные надежды возлагались на первые коммерческие банки. Однако им не суждено было сбыться. Доля инновационных проектов в портфеле подобных инвесторов редко превышала 5%, что вызывалось объективными экономическими причинами.

Начавшаяся в 1992 г. радикальная экономическая реформа открыла дорогу развитию предпринимательской инициативы, но цивилизованного фондового рынка еще не существовало. Кроме того, превышавшая временами 20%-ную отметку в месяц инфляция делала любые инвестиции на срок больше нескольких недель экономически бессмысленными⁴².

⁴¹ Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности. // Инновации. №1(88). 2006. С. 34; Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. С. 70

⁴² Дагаев А. Венчурный бизнес: управление в условиях кризиса. // Из архивов журнала «Проблемы теории и практики управления» //www.ptpu.ru

Венчурный капитал в развитии инноваций

Но проводившаяся «ударными темпами» приватизация привлекла внимание зарубежных инвесторов венчурного капитала, но не в сфере финансирования инициативных инновационных предпринимательских проектов, а в направлении вывода из кризиса и повышения эффективности приватизированных предприятий (что тоже является одним из традиционных направлений венчурного бизнеса).

Первая высокорисковая инвестиция была осуществлена в 1995 году. Однако процесс инвестирования в тот период был затруднен в силу ряда факторов, обусловленных ранней стадией развития рыночной экономики.

Особое внимание уделялось инвестированию компаний, ориентированных на местные рынки потребительских товаров, в основном продовольственных или связанных с ними.

С приходом в Россию крупных фондов прямых инвестиций под управлением ЕБРР в период с 1994 по 1996 год постепенно было создано 11 Региональных фондов венчурного капитала (РФВК). Учредителями РФВК стали Европейский банк реконструкции и развития, Германия, Франция, Италия, Япония, США, Финляндия и ряд других стран. Каждый региональный фонд обслуживал отведенную ему территорию России, располагая капиталом в размере около 30 млн. долл., к которому дополнительно присовокуплялись еще 20 млн. долл., предназначенных для финансирования работы управляющих компаний и других издержек. Каждый фонд предназначался для инвестиций в компании с числом работающих от 200 до 5000 человек, приватизированных в соответствии с программой правительства РФ. Таким образом, это были фонды поздних стадий, объектом деятельности которых стали средние и крупные предприятия, и малый инновационный бизнес находился вне сферы интересов этих фондов⁴³.

В 1997 году состоялось первое публичное размещение (IPO) российской компании. ОАО «ВымпелКом» (торговая марка «Билайн») разместила акции на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE).

В марте 1997 г. пионеры венчурного бизнеса в России объединились в Российскую ассоциацию венчурного инвестирования (РАВИ), ставшую основной «профессиональной» ассоциацией

⁴³ Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности. // Инновации. – 2006. – №1 (88). – С. 34

Венчурный капитал в развитии инноваций

венчурного капитала. Появились первые венчурные фонды, опирающиеся на средства крупных российских банков и диверсифицированных холдингов. Однако наметившийся прогресс был остановлен разразившимся в августе 1998 г. финансовым кризисом, который заострил проблему ликвидности рискованных капиталовложений и задержал распространение венчурного механизма в России по меньшей мере на несколько лет. Одним из его негативных последствий стала утрата доверия широких слоев населения к институтам фондового рынка.

В целом нанеся серьезный ущерб экономике, тем не менее, августовский кризис сформировал ряд позитивных предпосылок для развития отечественного бизнеса. Прежде всего, вследствие значительного роста курса доллара резко повысилась конкурентоспособность отечественных товаров и услуг, в том числе инноваций. Произошло активное изменение приоритетов отечественных финансовых институтов. Отсутствие традиционных способов высокодоходного размещения капитала в связи с обвалом рынка государственных ценных бумаг заставляет их всерьез работать над освоением адекватных цивилизованных механизмов вложения средств, прежде всего в реальный бизнес.

Для венчурного бизнеса благоприятно еще и следующее обстоятельство: повышение спроса на продукцию отечественных компаний требует срочного вложения средств в развитие их производственной базы, при этом в большинстве случаев традиционный механизм кредитования не может быть реализован. Заемщики не устраивают условия предоставления кредита, кредитора - предоставляемые гарантии. В такой ситуации венчурные инвестиции - одна из немногих альтернатив, при этом инвестор имеет хорошие шансы приобрести значительную долю в компании за сравнительно небольшие деньги⁴⁴.

И все же после экономического кризиса 1998 г. из действующих в то время 40 фондов прямого и венчурного инвестирования более половины были вынуждены свернуть свою деятельность, а из 11 управляющих компаний ЕБРР остались три: Quadriga, Eagle и Norum. В течение трех лет после кризиса 1998 г. объем прямых инвестиций в России сокращался.

Несмотря на то, что создание в России индустрии венчурного бизнеса происходило «сверху вниз», до 1999 г. никакой госу-

⁴⁴ Галицкий А. Российский венчурный бизнес: состояние, проблемы, перспективы. // Инновации. – 2001. - №8

Венчурный капитал в развитии инноваций

дарственной поддержки венчурного инвестирования не только не оказалось, но даже не декларировалось.

2000 год является переломным для отечественной венчурной индустрии. С этого года позиции инвесторов относительно России изменились в лучшую сторону, и объем прямых и венчурных инвестиций начал расти. С одной стороны это объясняется улучшением макроэкономических показателей страны после кризиса и ростом потребительского спроса. Также заявили о себе прямые и венчурные инвестиции в новые технологические компании, в том числе малые. В июне 2000 года состоялось второе IPO (первичное публичное размещение). Свои ценные бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже разместил сотовый оператор МТС. С другой стороны новая волна усилий по созданию рынка венчурного капитала в России была инициирована правительством: уже не полагаясь на действие рыночных сил, оно выпустило в марте 2000 г. постановление о создании Венчурного инновационного фонда при финансовой поддержке государства и разработало концепцию развития венчурной индустрии в России. Новый подход опирается во многом на опыт таких стран, как Израиль и Финляндия, сумевших за короткий срок создать развитый рынок венчурного капитала. Принципиальное отличие заключается в том, что они делали это на волне беспрецедентного подъема рынка венчурного капитала во всем мире, а очередная попытка России приходится на период растянувшегося на три с лишним года сильного спада на этом рынке⁴⁵.

Российский «фонд фондов» Венчурный инновационный фонд (ВИФ) был учрежден в 2000 г. по инициативе Минпромнауки РФ в рамках реализации «Основных направлений развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 годы» для формирования оргструктуры системы венчурного инвестирования. Одна из целей данной организации – содействие созданию отраслевых и региональных венчурных фондов через доленое участие в их уставном капитале. Запуск ВИФ решил сразу две задачи: отработку формы для организации фондов с российской юрисдикцией (договор простого товарищества) и создание механизма поддержки альтернативному налоговому стимулированию. Отрицательным моментом в организации

⁴⁵ Дагаев А.А. Софтверный интерес рискованных инвесторов // IKS-online. – 2005. - № 3. // www.miks.ru

Венчурный капитал в развитии инноваций

ВИФ стали его малый объем и ограничение его участия лишь до 10% от общего размера фонда, что, исходя из мирового опыта, является недостаточным для привлечения частных инвесторов.

Модель ВИФа была изъята из опыта работы Yozma в Израиле, где в течение года на базе Фонда фондов было создано 10 региональных фондов, то ожидается подобный результат и в нашей стране. На сегодняшний день создано только два фонда – первый региональный венчурный фонд «Лидинг» и первый отраслевой венчурный фонд, созданный ОАО «Корпорация Аэрокосмическое оборудование» со стартовым капиталом в размере 10 млн. руб. Специалисты отмечают незначительную эффективность деятельности ВИФа, что объясняется тем, что заявленные объемы финансирования так и не были выделены⁴⁶.

С 2000 г. регулярно проводятся венчурные ярмарки, призванные содействовать привлечению инвестиций для финансирования перспективных проектов российских предпринимателей.

Министерство промышленности и науки РФ разработало и в конце 2002 г. представило на рассмотрение проект Концепции развития венчурной индустрии в России, являющейся, по сути, государственной системой стимулирования венчурных инвестиций, однако Концепция не была утверждена.

Как отмечалось ранее, еще одним важным шагом на пути к развитию венчурного инвестирования в нашей стране, а точнее ее юридической базы, стало Постановление ФКЦБ России «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов». В данном постановлении согласно классификации и терминологии. Предложенным специалистами ФКЦБ РФ, «венчурные» (особо рисковые) фонды были отнесены в категорию «закрытых паевых инвестиционных фондов» (ЗПИФ). Однако, включение венчурных фондов в данную категорию не учитывает особенности природы данного вида инвестирования: пайщики фонда не имеют возможности участвовать в формировании инвестиционного портфеля, что не устраивает инвестора, так как такое участие является одной из особенностей данного вида инвестирования.

Необходимость развития венчурного бизнеса четко обозначена в таких документах как «Основные направления политики

⁴⁶ Куллэ Т.А., Рогова Е.М. Партнерство государства и венчурного капитала в организации финансирования инновационного бизнеса в промышленности. // Инновации. – 2006. - №4 (91). – с. 62

Венчурный капитал в развитии инноваций

Российской Федерации в области развития инновационной системы на период до 2010 года», утвержденных Правительством РФ в августе 2005 года и «Стратегия развития науки и инноваций в Российской Федерации на период до 2015 года», утвержденная в феврале 2006 г. Межведомственной комиссией по научно-инновационной политике РФ.

В этот период активно развиваются системы поддержки венчурного бизнеса – создан Интернет-портал по венчурному предпринимательству, развивается система подготовки специалистов для венчурного предпринимательства в рамках многоуровневой системы подготовки кадров в области инновационного менеджмента, система специализированных биржевых площадок по торговле акциями высокотехнологичных компаний, не котируемых на фондовых биржах.⁴⁷ Реализуется Федеральная целевая программа поддержки, в том числе крупных венчурных проектов (в 2005 г. году получили финансирование 40 молодых перспективных технологических компаний).

Об оживлении венчурного бизнеса в России в середине двухтысячных годов свидетельствует, например, инвестирование 5 млн. долл. зарубежными инвесторами в 2004 году в компанию «Химрар», предоставление 5,2 млн. долл. иностранцами компании «Русские биотехнологии» на проведение клинических тестов для противораковой вакцины⁴⁸. Неслучайно многие крупные инвестиционные проекты связаны с биотехнологиями, поскольку именно эта отрасль является приоритетной в последние годы для венчурного финансирования в США и странах Европы.

В этот период активизируется деятельность по продвижению идей государственно-частного партнерства в венчурном бизнесе. Создание венчурных фондов с государственным участием идет не только на федеральном, но и на региональном уровне. Например, создан Московский венчурный фонд, учрежденный правительством Москвы. В 2006 году бюджет Московского венчурного фонда составляет 800 млн руб. Половину средств предоставит частный инвестор – АФК «Система», 25% — Минэкономразвития, 25% — правительство Москвы. Другой государственный венчурный фонд специально для развития малого бизнеса

⁴⁷ Суворинов А.В. О развитии инновационной деятельности в регионах России. // Инновации. – 2006. - №2 (89). – с.52

⁴⁸ Аммосов Ю. Русские транснациональные инновации. // Эксперт. – 2004. - №47 (447). – с. 83

Венчурный капитал в развитии инноваций

создается в Санкт-Петербурге. В фонд было выделено 70 млн. руб. из федерального бюджета, еще 70 млн. руб. - администрацией Санкт-Петербурга, дополнительно 140 млн. руб. внесено из внебюджетных средств привлеченной управляющей компанией. Венчурный фонд начал работать со второго полугодия 2007 года, до этого средства были размещены на депозите, чтобы приносить прибыль городу⁴⁹.

В 2005 году действовало шесть региональных венчурных фондов с объемом финансирования 1,12 млрд. рублей⁵⁰. Управление этими фондами осуществляется частными управляющими компаниями (Тройка, Альянс Росно и др.). Финансирование выделяется на паритетной основе из средств государственного бюджета и субъекта федерации. В 2006 г. создано 5 государственно-частных фондов в виде ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций на основе смешанного финансирования (25% - федеральный бюджет, 25% - региональный бюджет, 50% - частные инвестиции) в следующих субъектах федерации:

- г. Москва (объем средств 800млн. руб.);
- Красноярский край (объем средств 120млн. руб.);
- Томская область (объем средств 120млн. руб.);
- Пермский край (объем средств 200млн. руб.);
- Республика Татарстан (объем средств 800млн. руб.).

В 2005 г. проведен первый Российский Венчурный Форум, созданы ОЭЗ (особые экономические зоны). Правительством была создана ОАО «Российская венчурная компания» (РВК). В 2006 г. создано семь технопарков, образовано Национальное содружество бизнес-ангелов России (СБАР). Национальное содружество бизнес-ангелов представляет собой некоммерческое партнерство, объединяющее юридические и физические лица, частных и институциональных инвесторов, инвестирующих в инновационные высокотехнологичные компании, а также организации, оказывающие услуги в сферах инвестиций и инноваций.

В конце 2006 г. в форме ОАО правительством была создана «Российская венчурная компания» (РВК) со стопроцентным государственным участием. Целью РВК является осуществления инвестиций в научные разработки и придания проектам коммерческой

⁴⁹ Государство возрождает венчурный рынок // РИА "РосБизнес-Консалтинг". - 31.08.2006

⁵⁰ Шадрин А.Е. О мерах государственной поддержки венчурного финансирования. Презентация. Москва 10 октября 2006г.

Венчурный капитал в развитии инноваций

привлекательности. Приоритетные отрасли для венчурных инвестиций — нанотехнологии, медицина, чистая энергетика, биотехнологии, сфера информатизации. Уставный капитал компании составил 15 млрд. рублей. С участием средств РВК в течение 2007 года уже создано три новых венчурных фонда: «ВТБ — Фонд Венчурный», «Биопроект Кэпитал Венчурс» и «Финанс Траст» с совокупным капиталом более 8 млрд руб. РВК предназначена для создания дочерних компаний в форме закрытых паевых фондов, в которых доля государства будет составлять 49%. Именно их капиталы инвестируются в перспективные научно-технические разработки⁵¹. Управлением инвестициями будут заниматься специальные управляющие компании.

В 2007 г. создана государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий» («Роснано»). С участием средств РВК создано три новых венчурных фонда: «ВТБ — Фонд Венчурный», «Биопроект Кэпитал Венчурс», «Финанс Траст».

В 2008 г. вступила в действие IV часть Гражданского кодекса РФ, заменяющая все законы об интеллектуальной собственности. Хотя, по мнению многих исследователей, ее содержание все не лишено серьезных недостатков.

В 2010 г. осуществлен выход на IPO отечественных венчурных инновационных компаний (ОАО «Институт стволовых клеток человека», ОАО «Диод», ОАО «Русские навигационные технологии»), прошедших все стадии классического венчура.

28 сентября 2010 года Президентом РФ был подписан Федеральный закон «Об инновационном центре „Сколково“». «Сколково» планируется как современный научно-технологический комплекс по разработке и коммерциализации новых технологий. В комплексе будут обеспечены особые экономические условия для компаний, работающих в приоритетных отраслях модернизации экономики России: телекоммуникации и космос, медицинская техника, энергоэффективность, информационные технологии, а также ядерные технологии. В 2011 году фонд «Сколково» заключил соглашения с 26 венчурными фондами, в том числе, с семью зарубежными.

В марте 2011 года создано **открытое акционерное общество «РОСНАНО»** путем реорганизации государственной корпорации «Российская корпорация нанотехнологий».

⁵¹ Грэф решил повенчурить. // «Эксперт Online» от 8 декабря 2006 г.

Венчурный капитал в развитии инноваций

ОАО «РОСНАНО» реализует государственную политику по развитию наноиндустрии, выступая соинвестором в нанотехнологических проектах со значительным экономическим или социальным потенциалом. 100% акций ОАО «РОСНАНО» находится в собственности государства. Разнообразие форм участия ОАО «РОСНАНО» предполагает создание фондов малобюджетных проектов, отраслевых и международных фондов. ОАО «РОСНАНО» финансирует проекты, годовая выручка которых через пять лет должна достичь не менее 250 млн. рублей. Как только проект достигает стадии зрелости, ОАО «РОСНАНО» продает свою долю, инвестируя вырученные средства в другие проекты.

В результате реорганизации государственной корпорации «Российская корпорация нанотехнологий» был также создан Фонд инфраструктурных и образовательных программ. Он содействует реализации государственной политики в сфере нанотехнологий. В отличие от ОАО «РОСНАНО», являющейся по своей сути бизнес-структурой, Фонд инфраструктурных и образовательных программ является некоммерческой организацией.

На протяжении последних лет активно развивались элементы инновационной инфраструктуры. Так, к 2009 году было зарегистрировано более 80 технопарков, действовали более 100 центров трансфера технологий, 10 национальных инновационно-аналитических центров, 86 центров научно-технической информации, 62 бизнес-инкубатора, 15 центров инновационного консалтинга и т.д.⁵²

Однако, созданная инновационная инфраструктура, несмотря на формальную многочисленность элементов, не подтвердила свою эффективность. Из созданных технопарковых структур фактически работает не более 20%.

Введенные в 2012 году в действие Федеральный закон от 03.12.2011 № 380-ФЗ «О хозяйственных партнерствах» и Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» созданы с намерением сформировать правовые инструменты для развития инновационной, в том числе и венчурной деятельности. Хозяйственное партнерство представляет собой новую разновидность юридического лица, а инвестиционное товарищество – особую договорную форму. Данные субъекты вен-

⁵² Голиченко О. Модернизация и реформирование инновационной стратегии России: проблемы и решения. // Вопросы экономики. – 2010. - №8. – С.42

Венчурный капитал в развитии инноваций

чурной индустрии обладают несомненными преимуществами. Например, схемы инвестиционного товарищества и инвестиционного партнерства впервые реализуют проект создания инвестиционного фонда полностью в рамках юрисдикции РФ с использованием инструментария, прежде доступного «оффшорным» фондам. Вследствие этого возможно снижение трансакционных издержек на создание и управление фондом, поскольку нет необходимости оплачивать услуги иностранных консультантов. В числе преимуществ данных организационно-правовых форм можно отметить привлекательность для инвесторов за счет гибкости и прозрачности механизмов управления и отсутствие двойного налогообложения, поскольку налоги на прибыль взимаются на уровне товарищей.

В целом идея создания хозяйственного партнерства, организационно-правовой формы коммерческой организации, переходной между хозяйственным товариществом и обществом, является, безусловно, прогрессивной. Такие организационные формы существуют за рубежом. В частности, Limited Liability Company (LLC) в США, Limited Liability Partnership (LLP) в Великобритании, Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) в Германии. Однако представляется, что необходимость в существовании таких юридических лиц на российском рынке еще не до конца осознана его субъектами. Нельзя ожидать, что зарубежные модели фондов, будут так же работать на российском рынке и достигнут успешных результатов в долгосрочной перспективе. Хозяйственное партнерство, построенное по принципу английского права, пусть более развитого и гибкого, определенно будет испытывать ряд затруднений, функционируя в российском правовом пространстве. Кроме того, налоговое регулирование хозяйственных партнерств и товариществ пока не определено законодательно, т.е. в налоговом смысле аналогично другим коммерческим организациям, действующим в России, они будут облагаться налогами в «непрозрачном» режиме (являться самостоятельным налогоплательщиком, в т.ч. по налогу на прибыль).

Несмотря на то, что венчурный бизнес в России молод, в последние годы он развивается достаточно бурно. Однако, динамика развития рынка венчурного капитала подвержена конъюнктурным изменениям. Наметившийся в конце 90-х прогресс венчурного бизнеса был остановлен разразившимся в августе 1998 г. финансовым кризисом, который заострил проблему ликвидности рискованных капиталовложений и задержал распространение

венчурного механизма в России по меньшей мере на несколько лет.

Очередной рост, отмечавшийся в середине первого десятилетия XXI века, также был остановлен финансово-экономическим кризисом 2008-2009 гг. Если в 2007 г. совокупный объем капиталов, аккумулированный в фондах, работающих на российском рынке прямого и венчурного инвестирования составил около 60% по сравнению с 2006 г., то в 2008 г. прирост капиталов составил уже 40% по сравнению с 2007 г., а в 2009 г. прирост составил лишь 6% от уровня 2008 г. В 2010 году экспертами РАВИ отмечается небольшой рост капитала на российском рынке прямого и венчурного инвестирования - 10,5% относительно 2009 года.⁵³

По некоторым оценкам ежегодные венчурные инвестиции в России не превышают 0,01-0,02% ВВП. Несмотря на то, что в **исследовании Dow Jones Venture Source** отмечен рост притока венчурного капитала в Россию с 2009 г. и его объем в 2012 году оценен в 237 млн. евро, он по-прежнему составляет 0,01% ВВП. Для сравнения, в Европе объем венчурных вложений превышает 5 млрд. долл. в год, а высокотехнологичные компании США в условиях стабильности привлекают те же 5 млрд. долл. не за год, а за квартал. В Индии объемы венчурных вложений достигли 1 млрд. долл., а в Китае -1,27 млрд. долл. То есть, даже судя по объемам вложений, венчурный капитал в России не может активно стимулировать инновационное развитие экономики.

В России важность развития венчурного финансирования связана, прежде всего, с тем, что перед отечественной экономикой стоит острейшая проблема источников капитала для развития инновационных предприятий, прежде всего на стартовом этапе и, особенно в сфере наукоемких производств.

3.2. Современный российский рынок венчурного капитала: тенденции и ограничения

Российский венчурный рынок в последние годы стремительно растет. Самые консервативные подсчеты свидетельствуют о том, что в 2007-2013 годах российский венчурный рынок показал

⁵³ Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2011 год / РАВИ / www.allventure.ru (30.09.2012)

Венчурный капитал в развитии инноваций

по крайней мере четырехкратное увеличение как с точки зрения объема инвестиций, так и в плане количества сделок. В 2007 году РАВИ оценивала объем российского венчурного рынка, накопленный по итогам 34 сделок, в 108,3 млн. долл. К 2009 году годовой объем инвестиций увеличился на 49%, в то время как количество сделок удвоилось. Мировой финансовый кризис конца 2008 года негативно сказался на показателях рынка в 2009 году, но восстановление было быстрым. В 2010 году наблюдался дальнейший рост объема — на 24% по сравнению с 2009 годом.

В 2012 году венчурный рынок закрепил успех, установив новый рекорд объема в 1213 млн. долл. (рост на 63% по сравнению с предшествующим годом). За этот период было зафиксировано 267 венчурных сделок, что на 34% больше по сравнению с 2011 годом. К концу 2013 года совокупный объем инвестиций с 2007 года достиг 2,51 млрд долларов. Другими словами, объем инвестиций в 2012 был почти таким же, как за пять предшествующих лет. Итоговый объем рынка в 2013 году больше, чем в 2011 году на 25%.

Несмотря на положительную динамику объемов венчурного финансирования в последние годы в России наибольший объем средств предоставляют инвесторы Европы и США (в первое десятилетие развития российского венчурного бизнеса фактически было только два инвестора в данной области – ЕБРР и правительство США).

В Европе более 50% инвестиций в венчурные фонды поступает от банков, пенсионных фондов и страховых компаний. В России пенсионные фонды могут инвестировать только в банковские депозиты, котируемые акции компаний, государственные ценные бумаги. Банки пока насторожено относятся к вложениям в высокорисковый бизнес. Поэтому меры государственной поддержки должны быть направлены на совершенствование законодательной базы, которая позволила бы широкому кругу инвесторов осуществлять инвестиции в уставный капитал инновационных предприятий и определяла бы механизм их реализации⁵⁴.

В отличие от стран Запада в России основным отечественным инвестором является государство. Так, РВК проинвестировала в 2011 году 2,3 млрд. руб., фонд «Сколково» — 1,2 млрд. руб., «Роснано» — 69 млрд. руб.

⁵⁴ Манцев О. Венчурное предпринимательство: мировой опыт и отечественная практика. // Вопросы экономики. – 2006. - №5. – с. 124

Венчурный капитал в развитии инноваций

Эти средства уходят преимущественно в российские научные проекты, в то время как частные фонды привлекают интернет-стартапы. Оценить эффективность госинвестиций можно лишь по косвенным признакам — на основании известных выходов фондов из ранее проинвестированных проектов. РВК создала семь частно-государственных фондов. Они вложили за последние три года около полумиллиарда долларов в 101 компанию. Из них успешными были только два выхода. Частные инвесторы имели успешные выходы нескольких компаний, но при объеме инвестиций в несколько раз меньше.

Это свидетельствует о том, что в России слабо развит такой источник формирования венчурного капитала, как средства бизнес-ангелов. Налицо явная информационная асимметрия: потенциальные разработчики незнакомы с бизнес-ангелами, а у потенциальных бизнес-ангелов нет выхода на разработчиков. Если бизнес-ангелы и появляются, то они заметно тяготеют к вложениям в проекты, ориентированные на внутренний российский промышленный рынок.

Средства населения гипотетически могут рассматриваться в качестве источников для венчурного финансирования. По данным журнала «Эксперт» в настоящее время накопления граждан в коммерческих банках составляют около 40 млрд. долл., или 300 долл. на душу населения. Кроме того, по приблизительным подсчетам «чулочные накопления» составляют от 40 до 60 млрд. долларов, или 400 долларов на душу. Итого на одного человека приходится около 700 долларов. При таком объеме сбережений рассчитывать на долгосрочные инвестиции не имеет смысла. Чтобы этот источник заработал, необходимо существование стабильно функционирующей кредитной системы. Тем более это необходимо потому, что частные инвесторы могут вкладывать свой капитал в такие проекты, которые венчурный профессионал считает слишком с высоким уровнем риска.

Функционирование венчурного капитала, как отмечалось ранее, представлено в виде определенных стадий. Они примерно соответствуют стадиям жизненного цикла фирмы или инвестиций. Необходимо заметить, что венчурный капитал не обязательно проходит все стадии. На этапе прохождения «долины смерти» привлечения ресурсов наиболее затруднительно, но и наиболее необходимо для внедрения и развития «прорывных» инноваций. Что касается распределения венчурных вложений по стадиям, то в 2010 г, как и в предшествующие годы, традиционно лиди-

рует стадия расширения. По данным РАВИ, доля венчурных инвестиций на стадиях seed, start-up (посевной, начальной) снизилась с 2,6% в 2009 г. до 0,9% в 2010 г., а на стадии early stage (ранний рост) снижение произошло с 21,7% в 2009 г. до 5,2% в 2010 г. На протяжении всего периода существования венчурного бизнеса в России по объемам вложений лидирует стадия expansion (расширения). В 2010 г. доля инвестиций на этой стадии составила 89,8% от общего объема вложений. Такая ситуация объясняется экспертами РАВИ тем, что «венчурный рынок несколько «перегрет», т.е. инвестиционный потенциал имеющихся венчурных фондов превышает предложение хорошо проработанных по форме и перспективных по содержанию проектов, особенно на посевной и начальной стадии»⁵⁵ Такая ситуация возникла из-за слабой связи между наукой, технологиями и бизнесом. Помочь в решении этой проблемы должна эффективно функционирующая инфраструктура.

На последней стадии венчурного капитала exit (выход) наиболее часто происходит продажа доли в проинвестированной компании стратегическому инвестору. Таким образом, например, в 2009 г. было осуществлено 90% выходов. Что касается рынка IPO, то как способ выхода из проинвестированных компаний он пока не составляет особой конкуренции. По прогнозам менеджеров фондов, в ближайшее время продажа доли стратегическому инвестору будет самым вероятным способом выхода из проекта.

И все же эффективность рынка, перспективы его развития определяются не столько его объемами, сколько структурой вложений. Распределение инвестиций, осуществленных ведущими венчурными фондами России по отраслям, свидетельствует о некоторых изменениях, произошедших за последние годы (рис. 3.1 - 3.4).

Как отмечалось ранее, российские венчурные фонды пока не могут быть серьезным источником инновационных инвестиций для технологичного бизнеса, поскольку они поддерживают проекты на достаточно поздней стадии развития, а не на стартовой. По данным РАВИ, если на долю мелких высокотехнологичных фирм в мире приходится более 85% объема средств рискованного финансирования, то в России картина прямо противоположная. Около трех десятков венчурных фондов за первые десять лет развития

⁵⁵ Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2010 год / РАВИ. – С.36 / www.allventure.ru

Венчурный капитал в развитии инноваций

венчурного бизнеса вложили около 1,5 млрд. долл. в малые и средние предприятия, из которых лишь 5% было выделено инновационным фирмам. Все остальное ушло в лесопереработку, пищевую промышленность, добывающие отрасли. Распределение инвестиций, сделанных с 1999 по 2004 год ведущими венчурными фондами России по отраслям свидетельствует о наличии неблагоприятных приоритетов финансирования, не характерных для традиционных отраслей венчурного инвестирования (рис. 3.1). В итоге доля России на мировых рынках высокотехнологичной продукции составила всего 0,3%, что в 130 раз меньше, чем показатель США⁵⁶.

Среди технологических направлений, получивших наивысшие экспертные оценки по степени актуальности во всем мире, можно выделить: информационные и коммуникационные технологии (ИКТ), здравоохранение и науки о жизни, окружающая среда, энергетика, производственные системы, транспорт, материалы. Развитие этих направлений может повлиять на ход мирового социально-экономического развития в ближайшие 20-25 лет⁵⁷.

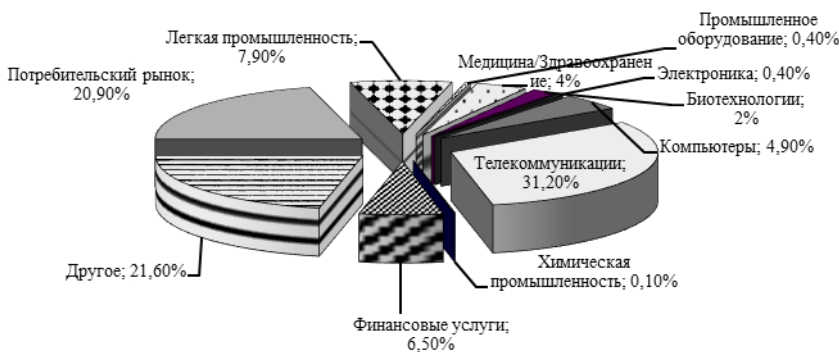


Рис. 3.1. - Распределение инвестиций российских венчурных инвестиционных фондов, сделанных по отраслям 1999 - 2004 гг., млн. долл. (по данным РАВИ)

⁵⁶ Фоломьев А.Н., Каржаува А.Т. К вопросу о концепции национальной системы венчурного инвестирования // www.innovbusiness.ru

⁵⁷ Россия – 2050: стратегия инновационного прорыва / Б.Н. Кузык, Ю.В. Яковец. – 2-е изд., доп. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика»», 2005. – с. 602-603.

Венчурный капитал в развитии инноваций

Исходя из объективных условий рыночных отношений наибольший объем инвестиций будет поступать в те отрасли и сферы, которые принесут по оценкам инвесторов наибольший доход. В 2005-2006 гг. наибольший удельный вес венчурных вложений приходился на телекоммуникации - 31,2% (рис. 3.2) – одну из высокотехнологичных отраслей. Но значительный объем венчурных инвестиций (20,9%) отправлялся и на потребительский рынок, что в целом не способствует развитию инновационной экономики.

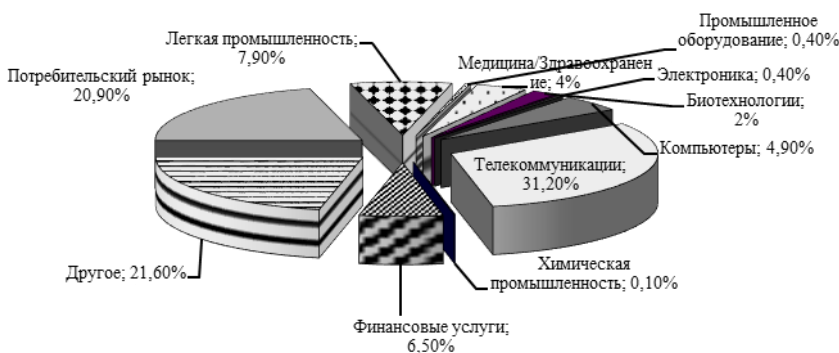


Рис. 3.2. Распределение инвестиций российских венчурных инвестиционных фондов по отраслям в 2005-2006 гг. (по данным РАВИ)

Венчурный капитал в развитии инноваций

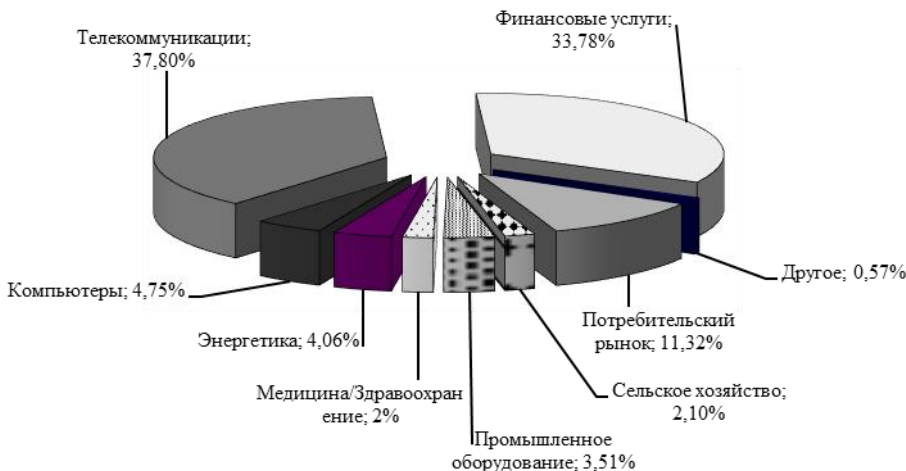


Рис. 3.3. Распределение инвестиций российских венчурных инвестиционных фондов по отраслям в 2010 г. (по данным РАВИ)

В 2010 г. структура венчурных инвестиций несколько изменилась. Хотя по-прежнему наибольший объем вложений венчурных фондов приходится на телекоммуникации - 37,8% (рис.3.3), отмечается значительный рост венчурных инвестиций в сектор финансовых услуг (33,78%). В целом под финансовой услугой понимается осуществление банковских операций и сделок, предоставление страховых услуг и услуг на рынке ценных бумаг, заключение договоров финансовой аренды (лизинга) и договоров по доверительному управлению денежными средствами или ценными бумагами, а также иные услуги финансового характера. Другими словами, часть данных средств может быть попросту размещена в виде банковских депозитов. В частности, проведенная Счетной палатой проверка РВК в 2010 г. показала, что основная часть финансовых средств «не инвестирована в венчурные проекты или инновационные предприятия, а размещена на депозитах в банках». Некоторые эксперты считают, что средства, которые хранятся на депозитах в банках, зарезервированы под дальнейшие раунды инвестиций фондов. Однако, в Европе венчурные инвестиции, направляемые в сектор финансовых услуг в

Венчурный капитал в развитии инноваций

2010 г. занимают менее 3% от общего объема вложений. По нашему мнению, величина подобных резервов должна быть оптимизирована, поскольку отвлечение значительного объема венчурных инвестиций от инновационных проектов противоречит основному назначению венчурного капитала и замедляет развитие инновационной экономики.

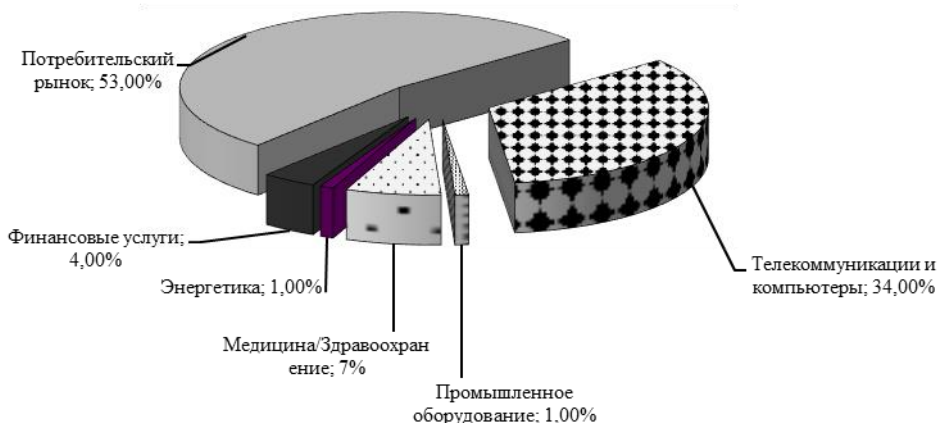


Рис. 3.4. - Распределение инвестиций российских венчурных инвестиционных фондов по отраслям в 2011-2013 гг. (по данным РВК)

2013 год показал, что социальные сети и рекомендательные сервисы все еще не вышли из моды, хотя их вклад заметен скорее благодаря количеству сделок, а не объему рынка. Мобильные приложения — другой значимый сегмент, у которого наилучшие перспективы с точки зрения выхода продукта на глобальный рынок. Концентрация внимания игроков рынка на потребительском секторе может иметь основательную причину. Продолжая обсуждение особенностей российского рынка, следует отметить, что его ключевой характеристикой является значительное внутреннее потребление. Численность потенциальных потребителей в России превышает 140 млн. человек, 57% домохозяйств подключены к Интернету, и их доля по-прежнему растет.

Во многом выбор сфер приложения инвестиционных ресур-

Венчурный капитал в развитии инноваций

сов определяется той институциональной средой, в которых функционирует бизнес. Венчурный бизнес является уже по своей природе высокорисковым. К тому же существующая институциональная среда усиливает влияние факторов внешних рисков, обусловленных отсутствием венчурного законодательства, несовершенством и неустойчивостью налогового законодательства, негарантированностью прав собственности, слабостью системы юридической защиты прав в сфере экономической деятельности. Институциональная среда, помимо специальных правовых институтов, характеризуется и неформальными ограничениями (правилами, традициями и т.д.), складывающимися под воздействием политической, экономической и социокультурной динамики. Таким образом, институциональные риски венчурного бизнеса могут быть также вызваны, например, высоким удельным весом криминальных элементов и коррумпированной номенклатуры. Определенное значение среди компонентов институциональной среды имеет и инфраструктура поддержки венчурного бизнеса.

Современная отечественная инфраструктура поддержки венчурного бизнеса достаточно развита и включает в себя ВИФ, РВК, Российскую корпорацию нанотехнологий, российские и региональные венчурные ярмарки, Содружество бизнес-ангелов России, систему коучинг-центров, технопарков и бизнес-инкубаторов, систему информационной поддержки – Интернет-портал по венчурному предпринимательству, систему подготовки специалистов для венчурного предпринимательства, специализированные биржевые площадки по торговле акциями высокотехнологичных компаний, не котируемых на фондовых биржах⁵⁸. Реализуется Федеральная целевая программа поддержки малых предприятий, в том числе их венчурных проектов и многие другие проекты. Однако, созданная инфраструктура, несмотря на многочисленность элементов не подтвердила свою эффективность. Так, в частности, большинство технопарков и бизнес-инкубаторов, созданных с участием средств госбюджета, просто сдают в аренду помещение различным фирмам, не имеющим никакого отношения к инновациям. Эксперты объясняют это отсутствием системы оценки эф-

⁵⁸ Суворинов А.В. О развитии инновационной деятельности в регионах России. // Инновации. №2 (89). 2006. С.52

Венчурный капитал в развитии инноваций

фективности и контроля за деятельностью бизнес-инкубаторов и технопарков со стороны государства⁵⁹.

Существующая институциональная среда и «институты развития», в частности, не способствуют развитию механизмов и инструментов коммерциализации интеллектуальных ресурсов, являющихся основой венчурного бизнеса. *Неэффективность использования интеллектуальных ресурсов России демонстрируют данные отрицательной динамики числа исследователей при наличии противоположной тенденции в мире. Россия до сих пор теряет интеллектуальные ресурсы в связи с миграцией ученых и исследователей за границу. Так, Россию ежегодно покидает 200-250 тыс. высококвалифицированных научных работников. В 2009 г. за границу уехали 6100 молодых ученых⁶⁰. Средний возраст российского ученого — 55 лет, и размеры стипендий не мотивируют молодое поколение заниматься наукой⁶¹. По числу патентных заявок на млн. чел. Россия уступает всем развитым странам (195,86 заявок на млн. чел., что в среднем в 1,5-3 раза меньше, чем в США, Японии, Франции, Германии и Великобритании). За период 2003-2010 гг. количество публикаций российских ученых сократилось с 3% от глобального числа научных публикаций до 2% (по оценкам Королевского британского общества), а выданных патентов на изобретения — с 25 тыс. до 22 тыс. в год (по данным Росстата).*

Таким образом, развитию отечественного рынка венчурного капитала препятствует целый ряд узких мест, вызванных ограничениями институционального характера. Сложившаяся институциональная среда способствует слабой интеграции финансового и интеллектуального капитала, представляющей основу функционирования венчурного капитала.

С другой стороны, у России есть все шансы стать новым высокотехнологичным центром и успешно развивать венчурную индустрию. Для этого есть все предпосылки. Россия до сих пор является одной из немногих стран наряду с США, ЕС и Китаем, которая ведет практически весь спектр научных исследований. В России имеются уникальные ресурсы, которые пока слабо задей-

⁵⁹ Еремин С., Вельф А., Боярский А. Технопарки инкубационного периода -<http://www.rokf.ru/investment/2011/10/07/094609.html> (08.10.2011 г)

⁶⁰ Заславская О. Инноваторы отдыхают// Российская Бизнес-газета №742 (9) от 23 марта 2010 г. С.4

⁶¹ Леонова К. Венчурные капитаны // Коммерсантъ Секрет фирмы. – 2012. – №3(319)

Венчурный капитал в развитии инноваций

ствованы. И в первую очередь это научно-технический потенциал. В нашей стране имеются новые разработки в области современных методов генной инженерии, позволившие разработать высокоэффективный инсулин; уникальные системы очистки воды с помощью ультрафиолетовых воздействий. Есть достижения в области медицинских технологий: созданы уникальные противошоковые костюмы для людей, находящихся после аварии в тяжелом состоянии, для компенсации последствий детского церебрального паралича. Разработки в области физической химии позволили создать высокоэффективные экологичные системы, применяемые при сжигании бытового мусора и малокалорийных топлив. Российские разработки в оборонном комплексе позволяют наладить производство полимерных контейнеров для хранения в пластиковой таре, что может получить распространение на мировом рынке. Наша страна является серьезным конкурентом для многих стран на рынке ядерных технологий, космической техники и услуг, боевой авиации, оборудования для АЭС. Многие передовые высокотехнологичные корпорации мира имеют свои исследовательские центры в России, ведущие зачастую наиболее сложные НИОКР, организовать которые они бы не смогли ни в одной стране мира.

В России появляются и реальные истории успеха венчурных проектов. Их количество год от года растет. Ниже перечислены несколько успешных примеров коммерциализации российских технологий и венчурных инвестиций. Большинство из этих компаний были созданы с помощью частных венчурных инвестиций, и в течение последних они достигли успешных выходов. К ним можно отнести Mail.ru (оценочная стоимость 866 млн. долл.), Odnoklassniki (333 млн. долл.), Yandex (1,3 млрд. долл.), Corbbina Telecom (345 млн. долл.), ВКонтакте (~20 млн. долл.), Aelita (115 млн. долл.), Emmet (300 млн. долл.), Rutube (15 млн. долл.) и ряд др.⁶² При этом объём IPO «Яндекса» стал вторым по величине в мире среди интернет-компаний, уступив только IPO компании Google, которая в 2004 году привлекла 1,67 млрд. долл.

Таким образом, наступивший спад может вовсе не означать сворачивание венчурного бизнеса. В частности, история свидетельствует о том, что за последние 50 лет периоды подъема на

⁶² Кокин А.С. Саркисянц Л.М. Венчурное финансирование инноваций в России // Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского. – 2011. - №2(1). – С. 258-259

рынке венчурного капитала США регулярно чередовались со спадами. Причем практически каждый раз этот рынок выходил в итоге на качественно новый уровень, чему в немалой степени способствовала и помощь со стороны государства. Но даже в период временного спада инвестированные в новые перспективные предпринимательские проекты средства могут продолжать работать, формируя предпосылки для нового технологического прорыва. Для того, чтобы повысить эффективность венчурного бизнеса в России необходимо создать оптимальные институциональные условия, способствующие развитию уникального механизма венчурного финансирования.

3.3. Перспективы развития венчурного капитала в России

Современный рынок венчурного капитала достаточно емкий. В 2013 г. в мире объявлено о 4011 венчурных сделках общим объемом 33,2 млрд. долл. В то же время венчурный капитал не является абсолютно идеальным проводником инновационного развития, поскольку его функционирование подвержено цикличности с намного более выраженным эффектом. Однако, существование венчурного капитала, объединяющего в своей природе финансовые и интеллектуальные ресурсы, содержащего в себе механизм управления инновационным риском, вызвано объективными требованиями развития общества по созданию и коммерциализации новшеств.

Успехи венчурных проектов привлекают внимание российских инвесторов к рынку высоких технологий. Приоритетные направления инвестиций – разработки в сфере безопасности и противодействия терроризму, био- и нанотехнологии, информационные системы и телекоммуникации. У российских специалистов хорошие перспективы в области проектирования микросхем, лазерной физики, прикладной медицины, альтернативной энергетики. Однако серьезные катаклизмы на фондовых рынках мира, начавшиеся в начале 2008 года и продолжающиеся и по сей день, ставят по угрозу доходность многих инвестиционных, и инновационных в первую очередь, вложений и негативным образом отражаются на настроении инвесторов и их ожиданиях.

Венчурный капитал в развитии инноваций

Развитие венчурного капитала рассматривается в большинстве стран как важный фактор инновационного развития. Функционирование эффективных механизмов венчурного финансирования позволили США, Японии и многим странам Европы обеспечить конкурентоспособность в ведущих отраслях промышленности и занять лидирующие позиции на мировом рынке.

Современный венчурный капитал является продуктом эволюции. Динамика и характер инновационного процесса, изменения институциональной среды привели к расширению функций и форм венчурного капитала. Появляются новые институты венчурного инвестирования, к которым, в частности, можно отнести краудинвестинговые («crowdfunding» – «народное инвестирование») платформы (KickStarter, AngelList), аккумулирующие средства для проектов ранних стадий (посевной и стартовой). *Краудинвестинг* – это инвестирование в проект сравнительно небольших сумм относительно большим количеством инвесторов, использующих Интернет-платформы, без стандартных финансовых посредников⁶³. Этот механизм предполагает финансовое вознаграждение для микроинвесторов в обмен на их поддержку. Таким образом происходит интеграция финансовых и интеллектуальных ресурсов большего количества инвесторов и перераспределение их временно свободных денежных средств для реализации инновационных проектов. Кроме этого появляются венчурные институты, которые выполняют новые функции. Например, венчурный фонд Bloomberg Beta не делает инвестиционных предложений, но рассылает предложения клиентам развивать свой бизнес и тем самым строит сеть потенциальных предпринимателей нового поколения. Таким образом, можно сказать, что венчурный капитал выполняет функцию развития предпринимательской инициативы.

Перспективы развития отечественного венчурного капитала видятся, в первую очередь, в создании оптимальных институциональных условий, формирующих его среду. *Институциональная среда*, обусловленная национальными традициями, политическими и культурными особенностями государства, должна быть представлена комплексом институтов правового, финансового, социального характера, обеспечивающих инновационные процессы. В этом плане на формы и характер национальной инноваци-

⁶³ Mollick E. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study // Journal of Business Venturing. - 2013. - 29(1). - P.1

Венчурный капитал в развитии инноваций

онной системы в наибольшей степени влияют государственное регулирование, масштабы страны, особенности ее исторического развития, обеспеченность природными ресурсами, а также доминирующие формы предпринимательской деятельности.

Безусловно, необходимо увеличить объемы государственного финансирования в отрасли, обеспечивающие формирование и развитие интеллектуального капитала, в первую очередь в образование. Однако, необходимо создавать институциональные условия и стимулы для осуществления эффективного потока инвестиций в инновационные проекты таких субъектов рынка как предприятия и домашние хозяйства.

Создание благоприятной институциональной среды не должно сводиться лишь к формированию институтов инфраструктуры венчурного бизнеса. Предполагается, что создание адекватных правовых институтов, ядром которых выступает национальное законодательство, будет способствовать как развитию венчурного бизнеса, так и формированию действенной национальной инновационной системы. При этом, необходимо учитывать, что в основе развития правовых институтов лежат неформальные ограничения, т.е. традиции, правила, которые постоянно меняются, шлифуются в ходе социальных практик под воздействием социально-экономической и политической динамики. Отсутствие связи между правовыми институтами и неформальными ограничениями приводит к созданию такой институциональной среды, которая не может обеспечить эффективность функционирования венчурного капитала.

Для преодоления этих проблем необходимо формирование системы интеллектуального обеспечения венчурного предпринимательства, нацеленной на развитие интеллектуальных ресурсов, интеллектуализацию всех субъектов хозяйственной системы, воспроизводство и эффективный трансфер знаний. Наполненность содержания категории «венчурный капитал» интеллектуальным «содержимым» свидетельствует о необходимости повышения роли системы образования как ключевого субъекта, развивающего интеллектуальные ресурсы и воспроизводящего знания, а также связующего звена или канала передачи знаний в реальный сектор экономики.

Следует также отметить, что недостаточность гарантий имущественных прав, включая права на интеллектуальную собственность, создает неустойчивую ситуацию в области, где высокотехнологичным нововведени-

Венчурный капитал в развитии инноваций

благоприятные условия, в которых они могли бы процветать и крепнуть.

Кроме этого, анализ зарубежного опыта позволяет сделать вывод о том, что взаимодействие рыночного механизма и государственного регулирования инвестиционных процессов призвано способствовать созданию благоприятных условий для активизации венчурного бизнеса. Венчурное инвестирование, с присущими ему достоинствами, проявляющимися в готовности к риску, гибкости, мобильности, учредительском подходе к финансированию, должно поддерживаться и стимулироваться государством.

В экономике ряда развитых, а в последние десятилетия и развивающихся стран возникла особая форма взаимодействия бизнеса и власти, обозначаемого термином «Public-Private Partnership». В зарубежных странах он употребляется практически для любых форм сотрудничества государственной власти и частного бизнеса. В российской литературе принят термин «государственно-частное партнерство» (ГЧП), который четко определяет ведущую роль государства. ГЧП представляет собой кооперацию государства и частного сектора на основе объединения материальных и нематериальных ресурсов преимущественно в сферах, для которых характерна неэффективность государственного управления, в результате чего появляется синергетический эффект⁶⁴. Очевидно, что объединение усилий государства и предпринимательского сектора на основе государственно-частного партнерства снижает риски и сроки реализации научно-технических и инновационных проектов, бюджетных целевых программ. К основным преимуществам ГЧП для органов власти, общества и бизнеса можно отнести:

- увеличение эффективности деятельности сторон для достижения общей цели, улучшение государственного управления;
- четкое разделение ответственности, сбалансированное распределение рисков (риск передается той стороне, которая способна лучше им управлять);
- повышение доступности, улучшение качества работ и услуг;

⁶⁴ Государственно-частное партнерство в образовании : [сборник] / Научные редакторы О. П. Молчанова, А. Я. Лившин. — М. : КДУ, 2009. — С.9

Венчурный капитал в развитии инноваций

- обеспечение соответствия между целями проекта, запросами потребителей и выполняемыми работами (услугами);
- развитие частной инициативы;
- применение новейших технологий;
- снижение коррупции;
- создание гибких (компромиссных) моделей реализации проектов⁶⁵.

Интерес к инвестиционной составляющей такого рода сотрудничества возник достаточно давно: в 1256 году была получена концессия на освоение полезных ископаемых в Испании, первая постройка канала по концессионному принципу во Франции датируется 1552 годом. Активно государственно-частное партнерство в концессионной форме использовалось многими странами, в том числе и Россией, на рубеже XIX - XX веков, особенно для строительства железных дорог.

ГЧП сегодня играют существенную роль в мировой экономике. Причем схема ГЧП активно используется не только для реализации отдельных проектов, но и реформирования секторов экономики. Так, в Аргентине, Австралии, Великобритании, Колумбии и Новой Зеландии государство привлекает бизнес к реформированию электроэнергетической отрасли (разделение функций генерации и передачи электроэнергии), а в США — к обеспечению свободного доступа к предоставлению услуг генерации. В Аргентине, Колумбии и Мексике бизнес участвует в реформировании газовой отрасли (осуществляется разделение производства и поставок от передачи и распределения), в Чили, Германии и Новой Зеландии в рыночную среду передают услуги по передаче газа.

Однако ГЧП нужно рассматриваться не только как инвестиционный механизм, но и как эффективная модель управления экономикой, которая позволяет повысить качество исполнения проекта и предоставления его на базе общественных услуг. Таким образом, ГЧП представляет собой не только новый универсальный инструмент привлечения внешних источников финансирования, но и возможность использования самого современного международного технического ноу-хау и наиболее эффективного управленческого опыта. Проекты ГЧП облегчают выход на миро-

⁶⁵ Государственно-частное партнерство в России - http://pppinrussia.ru/main/ppp_in_russia/faq [04.05.2011]

Венчурный капитал в развитии инноваций

вые рынки капиталов, стимулируют привлечение иностранных инвестиций в реальный сектор экономики.

Особое место в стратегии развития ГЧП должно уделяться поддержке инновационной деятельности и созданию условий по его стимулированию. Для разработки данных мероприятий необходимо учитывать накопленный мировой опыт. За рубежом широко используются государственно-частные партнерства, ориентированные на развитие инноваций.

В частности, в США активное участие государства в инвестировании НИОКР основано на триединстве следующих постулатов: научные знания есть ключ в будущее; технологии являются двигателем экономического роста; ответственность правительства заключается в поощрении науки и технологий. В 2003 г. прямое участие государства в финансировании НИОКР превысило сумму в 100 млрд. долл⁶⁶.

Помимо прямого финансирования НИОКР, роль экономически развитых стран состоит в регулировании, стимулировании и координации участников инвестиционной деятельности, в том числе связанной с финансированием рискованных проектов и малых фирм.

В ряде зарубежных стран государство не только создает соответствующую правовую среду для стимулирования венчурных инвестиций в высокотехнологической сфере, но и принимает непосредственное участие в разнообразных схемах смешанного бюджетно-частного финансирования развития венчурного бизнеса. При этом государство выступает наравне с частными инвесторами, признавая для себя возможность риска потери инвестиций. С точки зрения управления государственное присутствие в структурах смешанного венчурного финансирования выражается в делегировании представителя государства в советы директоров или консультативные советы.

Венчурный капитал активно развивается и эффективно воздействует на национальную экономику там, где имеются или создаются необходимые рыночные условия. Среди них - соответствующий уровень образования рабочей силы, наличие и разработанность природных ресурсов, развитая производственная инфраструктура и продуманная экономическая политика. Макроэко-

⁶⁶ Тюрина А.Н. О бюджетном финансировании научно-технологического комплекса России. // Финансы и кредит. – 2006. - №5 (209). – с.24

Венчурный капитал в развитии инноваций

номическая нестабильность, в т. ч. связанная с инфляцией или инфляционными ожиданиями, а также вызванные политическими причинами помехи на потребительских, посреднических рынках, рынках капитала и рабочей силы сдерживают потенциальных инвесторов. Вышесказанное свидетельствует о том, что формирование рынков венчурного капитала напрямую связано с активной ролью государства.

Исходя из опыта развитых стран, можно сделать вывод о том, что объектами государственного регулирования развития венчурного предпринимательства являются:

- ресурсная база венчурного бизнеса – с целью расширения ресурсных возможностей;
- условия рискованного предпринимательства – с целью устранения неблагоприятных условий для развития предпринимательских структур;
- инфраструктура венчурного бизнеса – с целью обеспечения комплексности и эффективности.

Государственная поддержка венчурного бизнеса в России должна проводиться по следующим направлениям:

- нормативно-правовое регулирование научно-технической, инновационной, венчурной деятельности; решение правовых проблем интеллектуальной собственности, системы льгот, мотивации труда, по статусу территорий с высокой концентрацией научно-технического потенциала;
- создание и поддержка экономических условий и стимулов развития венчурного предпринимательства посредством развития системы госзаказа, совершенствованием планирования и прогнозирования научно-технического развития, эффективных финансово-кредитных рычагов, включая развитие эффективного патентного права и др.;
- формирование организационно-управленческих условий венчурной индустрии посредством совершенствования управления государственной собственностью, повышения эффективности управления государственными пакетами акций, обеспечения технологической безопасности, защитой национальных интересов, с подготовкой и переподготовкой управленческих кадров, в том числе государственных служащих и др.

Все вышеперечисленные меры должны осуществляться в соответствии со стратегией государственной социально-экономической политики, включающей в себя единую концепцию развития отечественной инновационной и инвестиционной

деятельности.

Безусловно, венчурное финансирование в России не может существовать в том «классическом» варианте, в котором оно появилось и существует в США. Национальные исторические, политические, экономические и социальные условия накладывают свой отпечаток и трансформируют механизм венчурного финансирования, заставляют подстраиваться его под отечественную специфику. Однако, нельзя в российской практике полностью игнорировать феномен венчурного капитала. Как отмечено Ю.П. Аммосовым, «его базовый рецепт прост: дайте талантливым людям свободу и деньги – и они изменят мир так, что в нем станет лучше и удобнее жить. В его основе лежит несокрушимый камень – Богоданная способность людей мечтать и творить»⁶⁷. Венчурное финансирование в России – развивающийся механизм за которым будущее, о чем свидетельствуют истории успеха некоторых российских предприятий.

Истории успеха российских венчурных проектов⁶⁸

История успеха: iiko

Инвесторы: Инвестиционно-венчурный фонд Республики Татарстан, Венчурный фонд «Лидер-инновации»

Результат инвестирования: выпуск новых продуктов, выход на зарубежные рынки

Инновационный продукт: iiko — система управления ресторанным бизнесом, iiko.net — мобильная социальная система лояльности.

Проект разработки системы iiko был инициирован в августе 2005 года Давидом Яном (основатель компании АBBYY) и Максимом Нальским (основатель компании «Финград»). В конце 2007 года компания Тройка Диалог, управляющая компания Инвестиционно-венчурного фонда Республики Татарстан, инвестировала несколько миллионов долларов в развитие проекта. Глубокое понимание потребностей владельцев ресторанов и ресторанных сетей, а также огромный опыт разработки успешных ИТ-решений

⁶⁷ Венчурный капитализм: от истоков до современности / Ю.П. Аммосов, – СПб.: РАВИ, 2004. – С.380

⁶⁸ Исследования российского и мирового рынка венчурного капитала за 2007-2013 гг. М.: РВК, 2014. С.52-53

Венчурный капитал в развитии инноваций

позволили команде *iiko* создать систему управления ресторанным бизнесом нового поколения.

В октябре 2011 года компания «Айко» вывела на рынок инновационное решение *iiko.net* – систему лояльности, базирующуюся на принципе социального мобильного маркетинга. Также в 2011 году были осуществлены первые проекты внедрения *iiko* за рубежом. В октябре 2012 года компания «Айко» привлекла второй раунд инвестиций от венчурного фонда «Лидер-инновации». Средства были направлены на ускорение экспансии на зарубежные рынки и на создание новых продуктов и сервисов для рестораторов.

Уникальные возможности продуктов *iiko* были сразу высоко оценены профессионалами рынка. Такие крупные сети, как «Сбарро» и «Кофе Хауз», стали одними из первых клиентов компании «Айко». Сейчас *iiko* используют около 5000 ресторанов, в том числе 180 ресторанных сетей. Среди них — *Dunkin' Donuts*, «Ёлки-Палки», «Жан-Жак», «Азия кафе», «Ташир пицца», «Маленькая Япония» и другие. Ресторанный счет, распечатанный из системы *iiko*, можно получить в 19 странах мира, включая Вьетнам, Египет, Лихтенштейн. Внедрением и обслуживанием продуктов занимается дилерская сеть, насчитывающая 150 компаний во всем мире.

Отличительной особенностью решений *iiko* является уникальная интегрированность всех бизнес-процессов предприятия в режиме реального времени. Прозрачный управленческий учет и отчетность, зарплата и мотивация персонала, управление лояльностью гостей, видеонаблюдение, интегрированное с событиями в системе, управление музыкой в зале ресторана — вот далеко не полный список возможностей, которые предоставляет *iiko*.

История успеха: «МОБИ.Деньги»

Инвесторы: ЗПИФ ОР(В)И «ВТБ — Фонд венчурный»

Результат инвестирования: создание процессинговой компании МОБИ.Деньги в 2009 году, запуск продукта

Инновационный продукт: универсальная система электронных и мобильных платежей, инструмент для безналичной оплаты товаров и услуг в Интернете.

Компания «МОБИ.Деньги» работает в сфере электронных платежей и мобильной коммерции с 2009 года. Компания основана разработчиками первой в России технологии электронных

Венчурный капитал в развитии инноваций

платежей PayCash, обладающими более чем 15-летним опытом создания систем безналичной оплаты товаров и услуг. В 2002 году учредители «МОБИ.Деньги» разработали систему дистанционных платежей «Яндекс.Деньги», затем создали компанию-провайдера финансовых услуг в Интернете «Монета Экспресс» (США), а в 2006 году — компанию «Технологии процессинга», специализирующуюся на разработке интеллектуальных платформ для удаленной оплаты государственных услуг.

ЗАО «МОБИ.Деньги» является правообладателем интеллектуальной собственности PayCash. Технология PayCash широко востребована как в России, так и за рубежом благодаря высокому уровню надежности, который обеспечивается специализированными запатентованными протоколами защиты, хранения и обработки информации. Система электронных и мобильных платежей МОБИ.Деньги признана соответствующей международному стандарту безопасности PCI DSS, разработанному и применяемому ведущими мировыми платежными и процессинговыми системами.

В 2009 году компания «МОБИ.Деньги» привлекла инвестиции от ЗПИФ ОР(В)И «ВТБ — Фонд венчурный» — фонда, созданного при поддержке РВК. Привлеченные средства были направлены на создание инфраструктуры для процессинга безналичных платежей. Инвестиции позволили компании укрепить свое лидирующее положение в сегменте мобильной коммерции и выйти в новый быстрорастущий сегмент процессинга платежей для рынка электронной коммерции.

Сегодня платежное решение МОБИ.Деньги интегрируется в любую ИТ-инфраструктуру и позволяет интернет-сервисам быстро и с минимальными затратами расширять список удобных для клиентов способов оплаты. Технологии МОБИ.Деньги рассчитаны и на физических лиц. Пользователи системы активно используют возможности оплаты товаров и услуг, осуществления денежных переводов со счетов мобильных телефонов и привязанных кредитных карт, а также возможности выпуска виртуальных карт. Число пользователей системы превысило 22 млн человек, а количество товаров и услуг, которые можно оплатить с помощью МОБИ.Деньги, — 4,5 тысячи. По собственным оценкам компании, доля МОБИ.Деньги на рынке мобильной коммерции превышает 40%.

Вопросы для самоконтроля

1. Когда в России появился венчурный капитал?
2. Каково значение Российской венчурной компании для российского рынка венчурного капитала?
3. Какие сферы являются наиболее перспективными для венчурного инвестирования в России? Ответ обоснуйте.
4. Что такое краудинвестинг?
5. Необходима ли государственная поддержка отечественного венчурного бизнеса? Ответ обоснуйте.
6. Что собой представляет государственно-частное партнерство?

ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. Аммосов Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков до современности – СПб.: РАВИ, 2004.
2. Каширин А.И., Семенов А.С. Венчурное инвестирование в России – М.: Вершина, 2007.
3. Венчурный капитал и прямые инвестиции в инновационной экономике. Курс лекций. - СПб.: РАВИ, 2011. Режим доступа: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Course-2011/>
4. Глоссарий венчурного предпринимательства. - СПб.: РАВИ, 2011. Режим доступа: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Glossary-2011/>
5. Каржаув А.Т., Фоломьев А.Н. Национальная система венчурного инвестирования. – М.: Экономика, 2005
6. Клиновенко Л.Р., Угнич Е.А. Феномен венчурного капитала в инновационном предпринимательстве. – Ростов н/Д: Издательский центр ДГТУ, 2013.
7. Лебре Э. Стартапы. Чему мы можем поучиться у Кремниевой долины (перевод с англ.) – М.: ООО «Корпоративные издания», 2010
8. Обзор рынка. Прямые и венчурные инвестиции в России. – СПб.: РАВИ, 2014. Режим доступа: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>
9. Russian Venture Chronicle. – 2014. - №1, июнь-июль. Режим доступа: <http://www.rusventure.ru/ru/newsletter/>