

ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ КАК ОСНОВА АКТИВИЗАЦИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ФОНДОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

В статье исследуется зарубежный опыт венчурного финансирования, рассматриваются участники рынка венчурного капитала. По результатам проведенного исследования показывается, что для развития венчурного инвестирования в Российской Федерации необходимо активизировать деятельность венчурных фондов, составляющих основу формального сектора венчурного капитала.

Ключевые слова: венчурный капитал, инновационный бизнес, инновации, венчурный фонд, бизнес-ангел, инвестиции, формальный сектор капитала, неформальный сектор капитала.

В процессе перехода к постиндустриальной экономике, «экономике знаний», характеризующейся появлением и внедрением инноваций, повышением наукоемкости производства, повсеместным использованием информационных технологий, совершенствованием образовательных процессов, актуализируется проблема коммерциализации результатов инновационной деятельности. Инновации в любом из секторов экономики требуют финансовых вложений – инвестиций.

Процесс инвестирования инновационного бизнеса коренным образом отличается от его традиционных форм. В мировой практике основным источником инвестирования создания и развития технологических компаний стал венчурный капитал – (от англ. *venture* – рискованное предприятие или начинание) рисковый, как правило, долгосрочный капитал, инвестируемый

в новые и быстрорастущие компании, многие из которых являются малыми высокотехнологическими фирмами, реализующими инновационные проекты [7, с. 34].

Принципиальное отличие венчурного инвестирования от традиционных форм *стратегических* вложений состоит в том, что инвестор не приобретает контрольный пакет акций состоявшейся, уже получившей широкое признание компании, а вкладывает средства в перспективную фирму много раньше – на начальной стадии ее развития, для того чтобы затем выгодно продать свою долю. Таким образом, венчурный капитал является долевым капиталом, предоставляемым профессиональными фондами и индивидуальными участниками, инвестирующими и совместно управляющими стартовыми, развивающимися или трансформирующимися частными компаниями, демонстрирующими потенциал для существенного роста. При этом следует отметить такой существенный элемент, как рост стоимости компании, который происходит в среднесрочной или долгосрочной перспективе и приводит к росту стоимости доли венчурного инвестора. Этот прирост капитала выше,

¹ Живиця Анна Эдуардовна – старший преподаватель кафедры экономики Института менеджмента и информационных технологий (филиал) Санкт-Петербургского государственного политехнического университета в г. Череповец; e-mail: ostrich123@mail.ru

чем доход от альтернативных вложений, компенсирующий риск и неликвидность таких вложений.

Большинство венчурных схем представляют собой независимые фонды, которые привлекают капитал из финансовых институтов до того, как они инвестируются в малые и средние предприятия. Однако некоторые финансовые институты имеют собственные венчурные фонды, а также существует рынок частных инвесторов и крупных компаний (корпоративный венчуринг). Таким образом, венчурный капитал можно разделить на формальный и неформальный секторы, участники которых представлены в таблице.

Формальный и неформальный секторы взаимодополняют друг друга. Инвестиции неформального сектора особенно важны на самых ранних стадиях развития «стартовых» фирм, когда эти фирмы нуждаются в начальном капитале для завершения теоретических исследова-

ний и доведения научной идеи до опытного образца. Формальный сектор, как правило, проявляет активность на более поздних стадиях, когда требуются средства для расширения и развития производства.

В США преобладают фонды (или фирмы) венчурного капитала (venture capital firms), относящиеся к формальному сектору рынка венчурного капитала – это коммерческие финансовые организации, основная цель которых состоит в аккумулировании на счетах финансовых средств и инвестировании их в наиболее интересные инновационные проекты с целью получения прибыли. В мировой практике (особенно в США, Великобритании) средний размер фонда составляет около 50 млн долл. [7, с. 35].

Большинство венчурных фондов создаются в виде партнерств с ограниченной ответственностью (limited partnership). Именно эта форма исторически

Участники формального и неформального секторов венчурного капитала

Неформальный сектор	Формальный сектор
физические лица, располагающие личными сбережениями	фирмы венчурного капитала
бизнес-ангелы	фонды венчурного капитала
синдикаты бизнес-ангелов	промышленно-финансовые группы
дарственные фонды	специализированные фонды по поддержке малых компаний, работающих в научно-технической сфере
бизнес-инкубаторы	пенсионные фонды
технопарки	страховые компании
технополисы	национальные банки
академические и отраслевые базовые институты и университеты	коммерческие банки
юридические лица, осуществляющие инвестиционную деятельность	транснациональные венчурные фонды
эндаумент фонды (наполняются за счет благотворительных пожертвований)	фонды фондов

оказалась наиболее удобной для организации венчурного капитала. Партнерство с ограниченной ответственностью состоит из ограниченных и общих партнеров. Первые участвуют в деятельности только своим капиталом, но не принимают участие в управлении и не несут ответственность за работу партнерства. Они рискуют лишь теми средствами, которые инвестировали в дело. Общий партнер участвует в управлении партнерством и несет полную ответственность за его деятельность. Внешние инвесторы выступают как ограниченные партнеры и не оказывают прямого влияния на деятельность фонда. Обычно они перечисляют часть средств венчурному фонду немедленно, а остальные обязуются перевести по мере того, как фонд найдет достойный объект для финансирования [1, с. 36].

В качестве участников венчурных фондов (учредителей и инвесторов) выступают банки, крупные корпорации, пенсионные фонды, страховые компании и частные лица. На рис. 1 представлено

процентное соотношение доли крупных групп инвесторов в совокупном объеме средств венчурных фондов, созданных в форме Limited Partnership в Европе в 2007 г. Участники заключают соглашение об учреждении партнерства на срок до 10 лет. Иногда его продляют еще на три года. Когда срок действия договора истекает, фонд прекращает свою деятельность, а венчурные капиталисты создают новое партнерство и пытаются привлечь в него новые капиталы.

Каждый вновь создаваемый венчурный фонд придерживается своей стратегии, выделяя при этом приоритетные направления бизнеса, в которые собирается вкладывать деньги. Объектом инвестирования венчурного фонда, как правило, выступает предприятие, обладающее неким нематериальным активом (уникальной технологией, патентом, ноу-хау), материальная реализация которого в перспективе может принести существенную прибыль и позволит компании стать лидером в той или иной



Рис. 1. Структура источников финансирования венчурных фондов в Европе, 2007 г., % [12]

области, завоевать серьезную долю рынка. Венчурный фонд приобретает долю в бизнесе, тем самым инвестируя в него денежные средства. Венчурный инвестор обычно получает конвертируемые привилегированные акции, которые позволяют держателю получать фиксированные платежи, а также имеют четко определенную стоимость погашения. Венчурный капиталист не инвестирует все средства одновременно, а каждый раз выделяет сумму, достаточную лишь для достижения следующего этапа. Таким образом, при периодической переоценке перспектив реализуемых финансируемой фирмой проектов он может принять решение о прекращении инвестиций [8, с. 116]. Выход венчурного инвестора из капитала финансируемых компаний возможен путем поглощения компании другой фирмой, выкупом акций остальными собственниками финансируемой компании и путем выпуска акций посредством первичного размещения капитала.

По данным Library House, исследовательского центра в Кембридже, наибольший суммарный объем инвестиций в 2007 г. в первом квартале 2008 г. в Великобритании приходился на фонды, созданные в форме Limited Partnership. Так, венчурные фонды, созданные в форме ограниченного партнерства, такие как Amadeus Capital Partners Limited и Oak Investment Partners, лидируют по данному показателю с объемами инвестиций 105 млн евро и 65 млн евро соответственно [9].

Венчурные фонды, созданные в форме ограниченного партнерства, осуществляют деятельность как на внутренних рынках, так и на внешних. Три венчурных фонда из десяти крупнейших, действующих в Великобритании, относятся к числу иностранных инвесторов и представляют Соединенные Штаты Америки:

Oak Investment Partners, Bank of America Capital Partners, Accel Partners.

Для поиска путей дальнейшего развития механизма венчурного финансирования в Российской Федерации автором было проведено исследование деятельности венчурного фонда Amadeus Capital Partners Limited, созданного в форме Limited Partnership в Великобритании [11]. Фонд инвестирует в компании, которые осуществляют деятельность в следующих сферах: коммуникационной, вычислительной техники и программного обеспечения, средств массовой информации, электронной коммерции, медицинской техники и экологических технологий. Средства, находящиеся под управлением фонда, а это более 460 млн евро, были инвестированы в 40 компаний, расположенных по всей Европе, а также в Израиле. Венчурный фонд использует свой опыт и инструменты деятельности, которые позволяют сегодня выявлять будущие высокотехнологические компании.

Фонд сформирован за счет средств ограниченных партнеров (Access Capital Partners, European Investment Fund, Collier Capital, Avlar management, Lloyds TSB DC и др.) и генеральных партнеров (Morrison & Foerster MNP). Amadeus Capital Partners Limited осуществляет инвестирование в предприятия, которые только начинают свою деятельность при наличии бизнес-идеи или проекта, а также инвестирует в компании, имеющие опыт деятельности. На всех этапах финансирования венчурный фонд активно участвует в деятельности компании, получающей инвестиции. При достижении поставленной цели – увеличения стоимости компании – осуществляется процесс выхода фонда путем продажи своей доли, слияния или первичного размещения акций. Полученная прибыль в результате осуществления высоко-рисковых инвестиций направляется в

традиционные сектора экономики с целью минимизации возможных рисков деятельности фонда. Процесс финансирования Amadeus Capital Partners Limited можно представить в виде последовательных этапов на рис. 2.

Изучая деятельность Amadeus Capital Partners Limited более подробно, можно выделить её основные этапы, на каждом из которых решаются определенные задачи и достигаются поставленные

цели. Именно отработанная система взаимосвязанных этапов деятельности, которая может быть представлена в виде рис. 3, позволяет Amadeus Capital Partners Limited прогнозировать успех высокотехнологических компаний и достигать значительного увеличения их стоимости.

Следует отметить, что на сегодняшний день в мире все большие объемы приобретает неформальное инвести-



Рис. 2. Процесс осуществления инвестиций венчурным фондом Amadeus Capital Partners Limited



Рис. 3. Основные этапы деятельности Amadeus Capital Partners Limited

рование, осуществляемое бизнес-ангелами.

Термин «ангел» пришел с Бродвея, где обозначал спонсоров, финансирующих спектакли на благотворительной основе, иногда участвующих в разделе прибыли в случае удачного исхода. Позднее этот термин начал использоваться в Силиконовой долине, где состоятельные люди начали финансировать инновационные проекты на начальной стадии их формирования. Периодически данные проекты сопровождались сверхприбылями, что было обусловлено совпадением с технологическими бумами в той или иной сфере, поэтому объем инвестиций начал увеличиваться, распространяться на различные сферы экономики. Сейчас в США насчитывается около 1 млн действующих и потенциальных бизнес-ангелов, чьи возможности оцениваются в 50 млрд долл. ежегодно. В Европе насчитывается около 12 800 активно действующих бизнес-ангелов с потенциальными возможностями

для инвестирования до 20 млрд евро. [2, с. 49-52; 3, с. 34-36].

Для того чтобы снизить и диверсифицировать риски, бизнес-ангелы часто создают синдикаты, объединяя свои средства в финансовый пул и совместно им управляя. В Европе насчитывается 282 сетевые организации бизнес-ангелов с потенциальными возможностями для инвестирования до 20 млрд евро. [6]

Мировым лидером по объему инвестиций венчурного капитала являются США. Несмотря на сложную экономическую ситуацию, объем венчурных инвестиций в 2008 г. вырос по сравнению с 2007 г. и составил 28,8 млрд долл. Количество сделок, заключенных венчурными инвесторами в 2008 г., составило 2550. Динамика роста венчурных инвестиций в США за период с 1995 по 2008 гг. представлена на рис. 4 [12].

Одним из примеров развития венчурного инвестирования в США являются данные об объеме венчурных инвести-

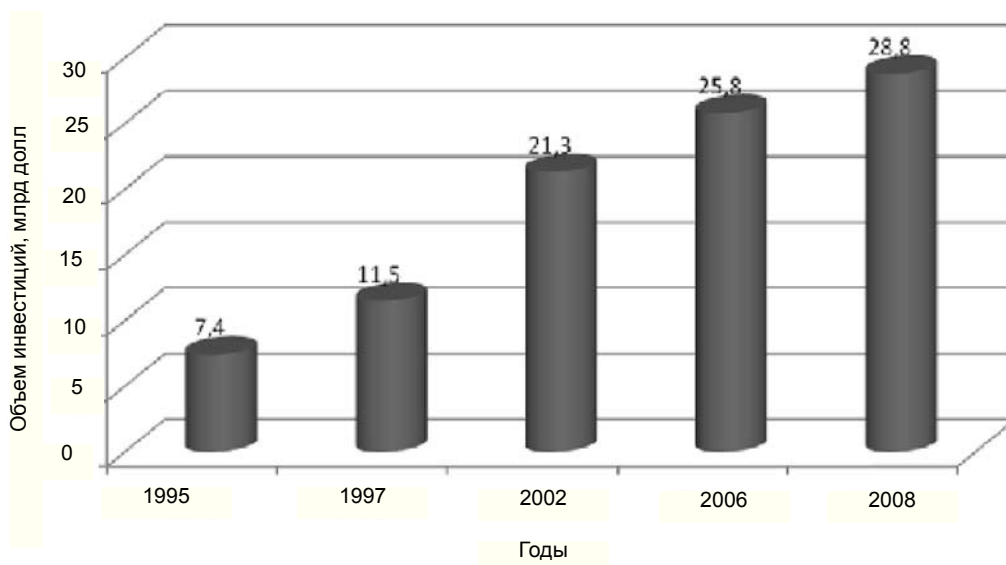


Рис. 4. Венчурные инвестиции в США 1995–2008 гг., млрд долл.

ций в Силиконовой долине – штат Калифорния за 2008 г., который составил 11 млрд долл. (38 % от объема венчурных инвестиций в США), что сопоставимо с объемом венчурных инвестиций в Европе – 6,5 млрд долл. [14]. Сравнение объемов венчурного инвестирования в США и Европе представлено на рис. 5. По данным The National Venture Capital Association, объем венчурных инвестиций в Силиконовой долине за период с 1970 по 2008 г. был равен 150,2 млрд долл., что ежегодно составляет около 3,9 млрд долл. [12].

Европа, несмотря на спад, произошедший под влиянием мирового экономического кризиса, является вторым по объему рынком венчурного инвестирования в мире: объем инвестиций составил 6,5 млрд долл. в 2008 г., что равносильно показателю 2006 г., а количество заключенных сделок – 881. Для сравнения объем венчурных инвестиций в 2007 г. был равен 7,6 млрд долл. Безусловным лидером по масштабам индустрии венчурного капитала среди европейских стран на протяжении многих лет остается Великобритания. По итогам 2008 г.

объем венчурных инвестиций в Великобритании составил 1,9 млрд долл., что равняется 29 % от общего объема венчурных инвестиций в Европе. Следующие наиболее крупные европейские рынки венчурного капитала находятся в таких странах, как Франция и Германия. Анализ венчурного капитала по странам Европы представлен на рис. 6 [10].

В настоящее время наблюдается значительный рост рынков венчурного капитала Китая и Израиля. По итогам 2008 г. объем венчурных инвестиций Китая составил 4,2 млрд долл., что на 1,4 млрд долл. больше показателя 2007 г. Объем инвестиций в Израиле в 2008 г. был равен 1,9 млрд долл. (1,6 млрд долл. в 2007 г.) [12].

Венчурный капитал оказывает огромное влияние на коммерциализацию деловых идей. Несмотря на то, что на его долю приходится лишь 1,8 % от ВВП в странах Европы и 2,8 % в США, его значение относительно велико, поскольку он способствует развитию инновационных и прочих предприятий, не способных привлечь никакие другие финансовые средства [4, с. 15]. Таким

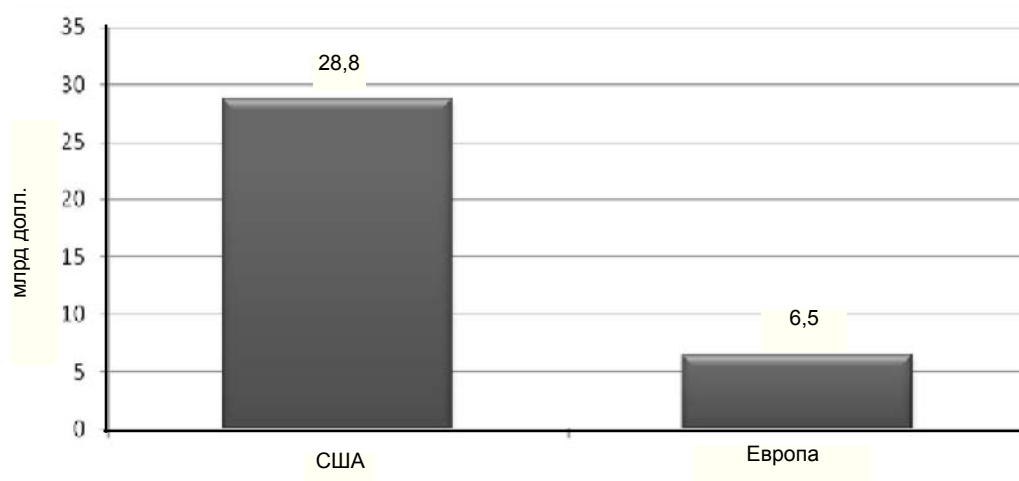


Рис. 5. Венчурные инвестиции в США и Европе в 2008 г., млрд долл.

образом, можно констатировать: венчурный капитал является основой развития инновационного бизнеса во всем мире. Иновации становятся базисом экономик большинства развитых стран.

Представленные в настоящее время на российском рынке венчурные фонды можно условно разделить на четыре группы: карманные, государственные, государственно-частные и рыночные.

Первая группа самая многочисленная – это корпоративные фонды, созданные для собственных нужд участников (они организуются, чтобы финансировать некий новый бизнес одного или нескольких участников).

Вторая – это государственные фонды поддержки научной и научно-технической деятельности – открыта совсем недавно, создана в рамках президентской программы развития инновационного бизнеса. Их главная задача – финансирование зарождающегося инновационного бизнеса (получение прибыли тоже приветствуется, но это не самое важное). К государственным фондам поддержки научной и научно-технической деятельности относятся Российский фонд

технологического развития, Российский фонд фундаментальных исследований (РФФИ), Российский гуманитарный научный фонд (РГНФ), Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, Федеральный фонд производственных инноваций. Государственные фонды поддержки научной и/или научно-технической деятельности организуют независимую экспертизу научных и научно-технических программ и проектов, представляемых субъектами научной и/или научно-технической деятельности, и на основе конкурса выделяют средства на финансирование указанных программ и проектов. Фактически финансированием и стимулированием инноваций занимается фонд содействия развитию малых форм предприятий научно-технической сферы, созданный в 1994 г. [13].

Третья группа фондов появилась в 2006–2007 гг., когда были начаты работы по государственно-частному партнерству в области создания национальной венчурной системы России: создана ОАО «Российская венчурная компания». На реализацию названного механизма

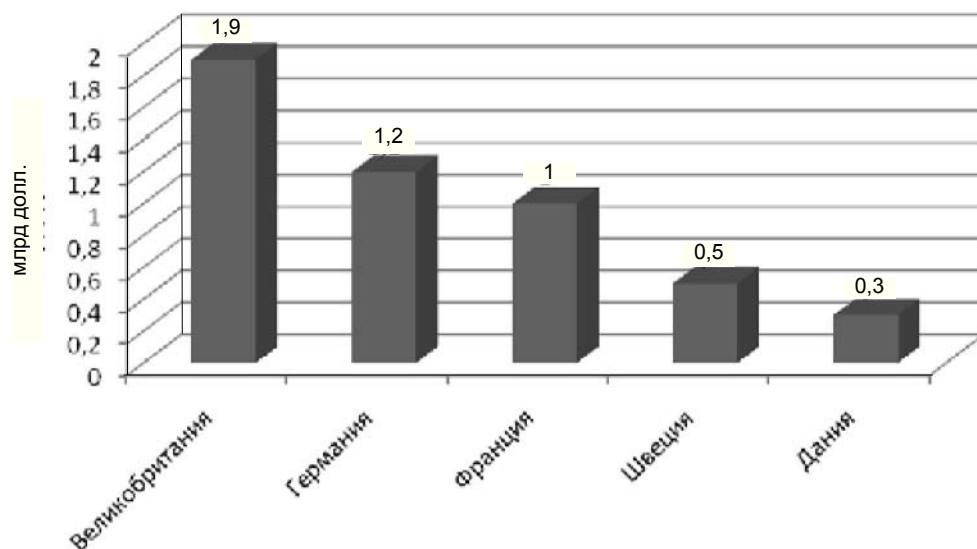


Рис. 6. Венчурные инвестиции по странам Европы в 2008 г., млрд долл.

поддержки инноваций в российской экономике из Инвестиционного фонда федерального бюджета РФ выделено 5 млрд руб. в 2006 г. и 10 млрд руб. – в 2007 г., что позволило сформировать несколько государственно-частных венчурных фондов; создан Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий (объем – 1,5 млрд руб.); началось функционирование региональных государственно-частных венчурных фондов в регионах: Москве, Татарстане, Томской области, Пермском крае, Красноярском крае [13].

Последняя группа – это рыночные фонды, которые созданы для получения прибыли от вложения средств в инновационные проекты. Она малочисленна, и у таких фондов, как правило, незначительный размер стоимости чистых активов. В России компаниями подобного профиля являются ОАО «НИОКР», ЗАО «Академ-Партнер», ООО «Фирма ВИСС».

Всего в России насчитывалось 33 венчурных фонда, стоимость чистых активов которых составила 10 млрд руб. по состоянию на 2008 г. [13].

В России на данном этапе можно говорить о зарождении и развитии неформального сектора венчурного финансирования. По состоянию на 2006-2007 гг. инвесторов, идентифицирующих себя как бизнес-ангелы, насчитывается около 200 человек. Большинство из них входит в российские сети бизнес-ангелов: «Национальное содружество бизнес-ангелов» (СБАР), Томская сеть рискованного финансирования «Бизнес-Ангелы», «Московская сеть бизнес-ангелов», Национальная сеть бизнес-ангелов «Частный капитал», «Стартовые инвестиции» [5].

В настоящее время можно констатировать, что, несмотря на усилия правительства по созданию инновационной инфраструктуры «сверху», на террито-

рии Российской Федерации практически не работает механизм венчурного финансирования, не развиты формальный и неформальный сектора венчурного капитала. Последний не представлен в связи с наличием альтернативных возможностей инвестирования в отрасли экономики, дающие стабильный и высокий доход (например, земля, недвижимость, торговля). Данная тенденция может быть объяснена тем, что экономика РФ в настоящее время находится на этапе развития после длительного застоя в период СССР, «перестройки» и кризиса 1998 г. Развитию формального сектора во многом препятствуют установленные нормы российского законодательства. Рынок венчурного капитала в США и Европе характеризуется тем, что источниками средств венчурных фондов являются в основном пенсионные фонды, страховые компании, банки, а также частные инвесторы ввиду того, что вложения в капитал венчурных фондов имеют долгосрочную основу. Ряд других источников финансирования для венчурного капитала связан непосредственно с вложениями в развитие технологий, расширение производства и другие стратегические программы. К ним относятся средства корпораций, государственных учреждений, международных агентств, научных организаций.

В России же основными инвесторами являются действующие зарубежные венчурные фонды, физические лица, российские компании. Российские венчурные фонды практически не участвуют в инвестировании инновационной деятельности. Участие средств пенсионных фондов и страховых компаний в венчурных фондах экономически невыгодно в силу несовершенства существующего законодательства. Например, пенсионным фондам, в соответствии с ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой

пенсии в Российской Федерации» № 111-ФЗ от 24.07.2002 г., разрешено инвестировать только в недвижимость, банковские депозиты, акции котируемых предприятий, государственные ценные бумаги. Венчурные фонды не входят в этот перечень.

Во многом такая ситуация также определяется отсутствием организационно-правовой формы, удобной для финансирования инновационных проектов различного уровня. В России, в рамках существующего законодательства, достаточно трудно создать аналог зарубежного венчурного фонда.

Как показывает опыт развития института венчурного капитала в России,

все попытки решить этот вопрос на уровне государства путем развития государственно-частного партнерства, создания государственных фондов не дают желаемого результата. Финансирование инновационного процесса должно проходить через венчурные фонды, ассоциации бизнес-ангелов, а государственное финансирование должно быть направлено на поддержку базисных, радикальных инноваций, крупных межотраслевых проектов, научных исследований на базе вузов. И в этой связи для России мировой опыт венчурного финансирования представляется ценным, т.к. выявляет ряд возможных моделей функционирования венчурных систем.

Список использованных источников

1. Земская Е., Лукашов А. Венчурное финансирование для новаторов // Финансовый менеджер. 2007. № 1. С. 36–38.
2. Карюк В., Фияксель Э.А. Бизнес-ангелы вынуждают инновационные проекты // Инновации. 2008. № 4. С. 49–52.
3. Каширин А.И., Семенов А.С. Бизнес-ангельское инвестирование – перспективный источник получения высоких доходов // Рынок ценных бумаг. 2007. № 2. С. 34–36.
4. Каширин А.И., Семенов А.С. Проблема современного этапа инновационного развития России – дефицит финансирования на «посевной» стадии // Инновации. 2007. № 9. С. 15–19.
5. Каширин А.И., Семенов А.С. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций М: Вершина, 2008. 384 с.
6. Коршунов И.А. Ярмарка бизнес-ангелов и инноваторов «Российским инновациям – российский капитал»: неформальный инвестор – стратегический партнер в привлечении инвестиционных ресурсов в инновационные команды на ранних стадиях развития // Инновации. 2006. № 3 С. 18.
7. Лузан С., Шандиева Н. Венчурное инвестирование в России: проблемы развития // Инвестиции в России. 2006. № 4. С. 34–38.
8. Сергиенко Я., Френкель А. Венчурные инвестиции и инновационная активность // Вопросы экономики. 2006. № 5. С. 115–121.
9. Library house Looking Inwards, Reaching Outwards The Cambridge Cluster Report – 2007. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.librearyhouse.net>
10. Library house Venture Capital, Innovation and IT. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.librearyhouse.net>
11. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.amadeuscapital.com>.
12. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.nvca.com>.
13. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org>.
14. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.siliconvalley.com>.