

РАЗВИТИЕ ИННОВАЦИЙ НА ОСНОВЕ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Рассматривается рынок венчурного инвестирования, находящийся в тесной связи с инновационными процессами. Выявляется ряд особенностей, не позволяющий рассматривать его как развитый рынок капитала и внешний источник для привлечения финансирования субъектами предпринимательства.

Ключевые слова: венчурное инвестирование, прямые инвестиции, венчурный рынок, венчурный капитал.

Национальная экономика любой страны обладает в той или иной степени развития инвестиционным потенциалом, о чем свидетельствует мировой опыт, или совокупностью финансовых ресурсов, которые потенциально могут трансформироваться в инвестиции. Реальный переход к экономическому росту может обеспечить его рыночная мощь и эффективность, какое число рынков попадает в сферу интересов капитала, насколько продуманными окажутся принимаемые стратегические решения, будет зависеть скорость и продолжительность этого этапа, что наглядно показывает практика экономической деятельности развитых стран. Это объективно предполагает мобилизацию всех имеющихся в стране финансовых ресурсов (внутренних и внешних) и направление их на решение текущих и стратегических задач развития экономики. Следовательно, инвестиции предопределяют рост экономики, и увеличение реального капитала общества повышает производительный потенциал страны, но для реализации такой политики необходимы финансовые ресурсы, которые направляются в реальный сектор экономики.

Природа венчурного капитала как особой разновидности финансового ресурса обусловлена современным этапом научно-технического прогресса. Венчурный капитал наиболее приспособлен для инвестиционного обеспечения воспроизводства инноваций, сопряженных с большим разнообразием рисков. Рисковое (венчурное) инвестирование осуществляется в малые и средние частные или приватизированные предприятия, чьи акции не обращаются в свободной продаже на фондовом рынке без предоставления ими какого-либо залога или обязательств. Инвестиции либо направляются в акционерный капитал в обмен на долю или пакет акций, либо предоставляются в форме инвестиционного кредита, как правило среднесрочного, т. е. на срок от 3 до 7 лет.

В мировой практике существует три подхода к сопоставлению понятий венчурного и прямого инвестирования [1]:

1. Венчурный капитал и прямые инвестиции являются синонимами.

2. Прямые инвестиции являются более широким понятием, а венчурные инвестиции – его составля-

ющей, так как в основном идет речь о финансировании компаний на ранних стадиях развития.

3. Венчурные и прямые инвестиции являются несопоставимыми понятиями, так как подразумевают финансирование на разных стадиях развития компании-реципиента.

В контексте данной работы венчурные инвестиции будем считать частью прямых, отличающихся только стадией осуществления инвестиций.

В западной практике определяют следующие стадии развития компании, на которых осуществляются венчурные инвестиции:

1. Посевная стадия (Seed). Это только проект, или бизнес-идея, которую необходимо профинансировать для проведения дополнительных исследовательских работ и развития бизнес-концепции компании.

2. Стартап (Start up). Недавно образованная компания, не имеющая длительной рыночной истории. Финансирование для таких компаний необходимо для проведения научно-исследовательских работ и начала продаж.

3. Начальная стадия (Early stage). Компании, имеющие готовую продукцию и находящиеся на самой начальной стадии ее коммерческой реализации. Такие компании могут не иметь прибыли и, кроме того, могут требовать дополнительного финансирования для завершения научно-исследовательских работ.

4. Расширение (Expansion). Компании, которым требуются дополнительные вложения для финансирования своей деятельности. Инвестиции могут быть использованы ими для увеличения объемов производства и сбыта, проведения дополнительных маркетинговых изысканий, увеличения основных фондов или рабочего капитала.

Перечисленные стадии носят условный характер, так как, во-первых, отнесение компании к той или иной стадии носит субъективно-оценочный характер, во-вторых, в некоторых источниках встречается более глубокое деление.

Кроме перечисленных выше стадий, венчурный капитал может быть использован для [2]:

1. Bridge financing (наведение моста). Этот тип финансирования предназначен для компаний, преобразуемых из частных в открытые акционерные

общества и готовящиеся провести IPO. Такое финансирование еще называют Mezzanine Financing.

2. Management Buy-Out (выкуп управляющими). Инвестиции, предоставляемые управляющим и инвесторам существующей компании для приобретения ими действующих производств или бизнеса в целом.

3. Management Buy-In (выкуп управляющими со стороны). Финансовые ресурсы, предоставляемые венчурным инвестором управляющему или группе управляющих со стороны для приобретения ими компании.

4. Turnaround (переворот). Финансирование компаний, испытывающих те или иные пробелы в своей торговой деятельности с целью обретения стабильности и более прочного финансового положения.

5. Replacement Capital (заменяющий капитал) или Secondary Purchase (вторичная покупка). Приобретение акций действующей компании другим венчурным институтом или другим акционером/акционерами.

Сегодня в России инвестиции осуществляются преимущественно в компании первой группы. Последние пять типов финансирования практически не представлены на венчурном рынке.

Основная цель осуществления венчурных инвестиций – повысить стоимость компании и выйти из бизнеса. При этом доход складывается из разницы между первоначальной стоимостью компании и стоимостью реализации. Обычно венчурные инвестиции носят финансовый характер и заключаются в осуществлении долевого финансирования, что объясняется необходимостью установления контроля над компанией реципиентом. Однако иногда речь может идти и о долговом финансировании через облигации или конвертируемые облигации, векселя. Лизинг и кредит тоже могут рассматриваться как инструменты прямого инвестирования, однако обычно только вкупе с долевым.

Большие риски, характерные для венчурных инвестиций, определяют и высокий уровень доходности. Портфель венчурного фонда может состоять из множества проектов, на практике в один проект инвестируется не более 10 % объема фондов. Из 10 проектов только 1–2 являются успешными, доходность которых может превышать сотни и даже десятки сотен процентов. Остальные проекты не приносят существенного дохода либо ликвидируются. Однако успешные инвестиции позволяют фондам достигать доходности в 30–50 % годовых (в зависимости от стадии).

Фонды создаются под конкретные проекты, на определенный срок, при этом после окончания заранее установленного срока фонд возвращает средства своим инвесторам. Поэтому при проведе-

нии оценки компании на начальном этапе рассматриваются и оцениваются все пути выхода из инвестиций, основными из которых являются:

– IPO – один из предпочтительных выходов из инвестиций, предполагающий рыночную оценку компании;

– продажа компании стратегическому инвестору;

– MBO (Management Buy-Out) – выкуп компаний менеджерами, при котором менеджмент компании становится ее собственником, привлекая для этого заемные средства;

– ликвидация компании.

Венчурные инвестиции, осуществляемые на ранних стадиях развития компаний, являются в некоторых случаях практически единственным источником финансирования. Особенно это касается компаний с инновационной направленностью, для которых характерны большие инвестиционные риски. Степень развитости венчурного инвестирования определяет развитие инновационного предпринимательства, а значит, характеризует темпы роста и конкурентоспособность всей экономики, а также возможности для устойчивого развития предпринимательских структур.

На макроуровне важность венчурного инвестирования определяется, кроме всего прочего, влиянием на развитие фондового рынка. Если рассматривать IPO как наиболее эффективный способ выхода из инвестиций, то венчурные инвесторы являются поставщиками компаний для фондового рынка. Другими словами, венчурные инвесторы «создают» инвестиционные объекты для портфельных инвесторов. Проведение IPO расширяет спектр инвестиционных инструментов, стимулирует развитие рынка акций второго и третьего эшелонов, а также специальных биржевых секторов инновационных и быстрорастущих компаний. В итоге уже портфельные инвесторы получают новые объекты инвестирования, что предоставляет компаниям новые возможности для привлечения инвестиций. В США в среднем порядка 30 % компаний, впервые выпускающих акции для свободного обращения на биржу, изначально были «взращены» именно за счет средств и усилий венчурных инвесторов [3].

Понимание макроэкономической важности венчурных инвестиций имеет огромное значение. По некоторым оценкам, именно венчурные инвестиции внесли наибольший вклад в быстрое становление мирового экономического лидерства США, что укладывается в общую концепцию лидерства на основе инноваций. Венчурное инвестирование зародилось после Второй мировой войны и по большей части было направлено на коммерциализацию технологий, разработанных в военных целях. Широкое распространение данный термин получил в

50-е гг. в США в «Силиконовой долине». Таким образом, на сегодняшний день история венчурного инвестирования насчитывает более 50 лет [4].

В силу недостаточной развитости инвестиционных механизмов и финансовых институтов, в том числе «молодости» фондового рынка, как одной из основных площадок выходов венчурных инвесторов, отрасль венчурных инвестиций развита слабо.

В России точкой отсчета индустрии прямых инвестиций (венчурной индустрии) принято считать 1993 г. На Токийском саммите между правительствами стран «большой семерки» и Европейским союзом было принято соглашение о поддержке приватизированных российских предприятий. Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР) в период с 1994 по 1996 г. было создано 11 региональных венчурных фондов, для управления которыми было создано несколько управляющих компаний. С этого момента в России начинают создаваться и действовать различные фонды, осуществляющие прямые и венчурные инвестиции, среди которых: Международная финансовая корпорация (IFC), Американское агентство по международному развитию (USAID), Российско-Американский фонд предприятий (RAEF), Фонд крупных предприятий (FLER) и т. д. [5]. В основном выход иностранных инвесторов на российский рынок происходит путем покупки акции перспективных российских предприятий в рамках программы приватизации. Строительство новых заводов (инвестирование с «нуля») достаточно редко и проводится в основном с крупными ТНК [6].

С самого начала фонды столкнулись с целым рядом проблем из-за ранней стадии развития экономики России в целом, отсутствия механизмов прямого инвестирования, неразвитости корпоративной культуры. Для улучшения координации деятельности фондов и поддержки создания отрасли прямых и венчурных инвестиций в 1997 г. была создана Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ), деятельность которой направлена на развитие рынка венчурного капитала. В настоящее время ее членами являются более 50 компаний и инвестиционных институтов, которые имеют непосредственное отношение к отрасли венчурных инвестиций.

На первом этапе развития отрасли основную долю (около 97 %) играли иностранные инвесторы, поэтому кризис 1998 г. поставил под угрозу деятельность всей отрасли целиком, так как было подорвано доверие иностранных инвесторов к России в целом. После кризиса 1998 г. начинается второй этап развития венчурной индустрии. Стало возможно говорить в некотором смысле о возврате иностранного капитала на данный рынок. Прослеживается и еще очень важная тенденция: увеличе-

ние доли российских источников в общем объеме венчурного капитала, причем характерной особенностью является инвестирование именно на ранних стадиях развития компании.

Если рассматривать участников венчурного рынка, как отмечалось выше, – это венчурные фонды ЕБРР и прочие фонды с иностранным государственным участником, то в настоящее время нельзя назвать иностранных участников эффективными членами венчурного рынка в России. Кроме сравнительно небольших объемов, сосредоточенных в данных фондах, отметим некоторые особенности при осуществлении венчурных инвестиций. Так, мотивация менеджмента РВФ не позволяет рассматривать фонды как рыночные. Мотивация менеджмента направлена на минимизацию рисков и не соответствует критериям максимизации дохода, а фонды, по сути, являются бюджетными организациями, то и число проектов, которые были проинвестированы за счет средств РВФ, крайне мало. Кроме этого, отраслевая структура инвестиций не отражает приоритеты России, так как не характеризуется инновационной направленностью. Из всех РВФ только Российский технологический фонд ориентирован на инвестиции в высокотехнологичные проекты. В то же время можно отметить протекционистский характер инвестиций в инновационные сектора России. Учитывая источники образования капитала фондов, РВФ не очень активно инвестируют в высокотехнологичный сектор России, опасаясь увеличения конкуренции для западных производителей. Лоббистские интересы иностранных производителей могут быть направлены на «вывоз» технологий из проинвестированных венчурных компаний, но никак не на развитие в России высокотехнологичного комплекса. Кроме того, РВФ практически не инвестирует в компании, находящиеся на ранних стадиях жизненного цикла. Так, фирма-претендент должна иметь объем продаж около 1–2 млн долл., что с учетом российской специфики не позволяет говорить об инвестициях на стадиях «Start up» и «Early stage».

Понятно, что деятельность фондов, сформированных с участием западного государственного капитала или капитала прочих финансовых организаций, учитывает национальные интересы стран – источников инвестиций и не направлена на формирование сильной и инновационной экономики России. Но, впрочем, стоит отметить, что данные фонды играют существенную роль в формировании рынка венчурного капитала в России и поддержке экономики.

Некоторые эксперты оценивают аккумулированный венчурными фондами и фондами прямых инвестиций объем капитала в России на конец 2009 г. примерно в 8 млрд долл., что несравнимо

меньше реальных потребностей инновационного предпринимательства. Всего зарегистрировано около 75 фондов венчурных инвестиций, однако реально действующих фондов, привлекающих рыночных инвесторов и занимающихся инновационной деятельностью, практически нет. Подтверждением данного факта является информационная закрытость как отдельных участников рынка, так и всей отрасли в целом. Информация с венчурных ярмарок, проводимых РАВИ, также не подтверждает активной деятельности венчурных инвесторов и касается «штучных» сделок.

Инвестиции в инновационные проекты практически не осуществляются. По некоторым оценкам, доля инвестиций в малые высокотехнологичные компании составляет всего около 2 %, или около 80 млн долл., в то время как спрос на венчурные инвестиции только малых инновационных предприятий промышленности России составляет примерно от 20 до 25 млрд долларов. [7]. Структура венчурного капитала по стадиям инвестирования также не может удовлетворять: наибольшее количество сделок осуществляется на стадиях расширения и реструктуризации, в то время как последняя и начальная стадии остаются наименее привлекательными для инвестиций. Структуры капитала по источникам не сбалансирована и смещена в сторону западных инвесторов, что, как было отмечено выше, в полной мере не отражает национальные интересы и не способствует развитию инновационного предпринимательства. Рынок венчурного капитала как на количественном, так и на качественном уровне развит слабо, инфраструктура рынка практически отсутствует. На сегодняшний день рынок венчурного капитала в России нельзя серьезно рассматривать в качестве механизма обеспечения инновационного предпринимательства финансовыми ресурсами. Решение этой проблемы может стать «стартовым механизмом» для повышения инновационной активности [8].

На рынке прямых и венчурных инвестиций во всем мире приоритетными являются институциональные инвесторы. В США около 40 % венчурных фондов сформировано на средства пенсионных и страховых компаний, которым разрешено вкладывать до 10 % своих активов в венчурные фонды [8]. В России же институциональные инвесторы на данном рынке капиталов не представлены вообще в силу законодательных ограничений на структуру размещений пенсионных и страховых резервов. Все венчурные фонды, которые на сегодняшний день действуют, образованы либо с участием иностранного капитала, либо при поддержке государственных программ развития инноваций, которые в последнее время начинают играть все более существенную роль в процессе формирова-

ния цивилизованного рынка венчурного капитала. Частных фондов с участием рыночных частных и институциональных инвесторов практически нет. Национальная инновационная система России сегодня разбалансирована и проигрывает в конкуренции за иностранный капитал другим государствам [6], ее основные элементы – научно-техническая сфера, предприятия, инновационная инфраструктура – существуют еще изолированно друг от друга. Стратегия промышленного сектора в условиях неопределенной экономической ситуации в стране не ориентирована на инновационное развитие, использование результатов отечественных исследований и разработок.

Особенность российского рынка венчурного капитала – отсутствие четкого понятия венчурного фонда, в том числе и на законодательном уровне, а значит, отсутствие возможности участия в процессе венчурного инвестирования заинтересованных сторон, в том числе институциональных инвесторов. В России венчурные фонды создаются в форме некоммерческих партнерств и различных хозяйственных обществ. Ни одна организационно-правовая форма хозяйственного общества в России не позволяет рассматривать ее как эффективную форму для осуществления венчурного инвестирования. Под эффективной организационно-правовой формой мы имеем в виду форму, соответствующую мировым аналогам венчурного инвестирования и удовлетворяющую требованиям венчурных инвесторов. Отсутствие признанной всеми участниками рынка организационно-правовой формы венчурного фонда не позволяет говорить о создании и развитии инфраструктуры венчурных инвестиций. Секьютизации венчурных активов не происходит, а следовательно, процесс рефинансирования венчурных инвестиций путем размещения рисков на открытом рынке невозможен. Профессиональные участники рынка ценных бумаг практически не представлены на рынке венчурного капитала. Следовательно, построение единой системы национального рынка венчурного капитала затруднено, а вовлечение внутренних источников инвестиций в процесс воспроизводства невозможно. Отсутствие четкого понятия венчурного фонда не позволяет говорить о законодательном регулировании отрасли, в частности применении стимулирующих налоговых режимов. В таких условиях венчурные инвесторы осуществляют инвестиции в основном из оффшорных зон, что не стимулирует развитие отрасли, способствует еще большей информационной закрытости, не формирует национальный рынок венчурных инвестиций [8].

Отсутствие инфраструктуры рынка венчурного капитала определяет разрозненность участников рынка. При отсутствии высокотехнологичных бир-

жевых секторов и слабом уровне развития рынка акций второго и третьего эшелонов просто не существует связи между конечными инвесторами, венчурными капиталистами и венчурными предпринимателями.

Очевидно, что маленький по капитализации венчурный рынок России нуждается в дополнительном притоке капитала, который может быть представлен институциональными и частными инвесторами, количество которых в настоящее время бурно растет. Однако в настоящее время не существует механизма привлечения венчурного капитала, способного объединить всех участников инновационно-инвестиционного процесса.

Отсутствие регулирования и четкой государственной стратегии по развитию венчурного рынка обуславливают отсутствие связи с фондовым рынком и портфельными инвесторами. Из этого просматривается еще одна важная причина неразвитости рынка – низкий уровень ликвидности венчурных инвестиций, что определяет невозможность выхода из проектов. Разрозненность элементов инфраструктуры и невозможность вовлечения в инвестиционный процесс институциональных инвесторов обуславливает отсутствие кластеров венчурных фондов (инвесторов), специализирующихся на инвестировании в проекты на различных этапах развития.

Таким образом, при, казалось бы, существовании явных предпосылок для развития отрасли венчурного инвестирования, среди которых нельзя не отметить конкурентоспособный научно-технический потенциал, сильный образовательный и кад-

ровый состав, реально существующий большой спрос на венчурный капитал со стороны инновационных предпринимателей, динамичные темпы экономического развития страны, сегодня она еще практически не развита. Одновременно с этим появились некоторые возможности по реструктуризации всей отрасли венчурного инвестирования, использование которых позволит вывести рынок венчурного капитала на качественно более высокий уровень[4]:

– наличие существенных накопительных внутренних инвестиционных резервов;

– бурное развитие фондового рынка, профессиональных участников рынка ценных бумаг, появление специальных биржевых инновационных секторов; развитие рынка коллективных инвестиций, способствующих вовлечению внутренних источников инвестиций в экономику;

– проведена пенсионная реформа, создающая предпосылки для более эффективного использования «пенсионного» ресурса;

– развитие институциональной инфраструктуры: страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, центры содействия малому и инновационному предпринимательству и т. д.

Таким образом, существуют объективные предпосылки для развития эффективности рынка венчурного капитала, а также еще один аспект, на который хотелось бы обратить внимание, необходимо развернуть проактивные и информационные компании, направленные на повышение имиджа страны [6].

Список литературы

1. Арефьев М. И. Механизм анализа факторов воздействия на инвестиционную деятельность в экономике // Финансы и кредит. 2001. № 9. С. 12–14.
2. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2006. 425 с.
3. Гальперин С. Б., Дороднева М. В., Мишин Ю. В., Пухов Е. В. Механизм анализа и прогноза деятельности корпоративных структур / под ред. С. Б. Гальперина. М.: Новый век, 2008. 58 с.
4. Каширин А., Семенов С. Венчурное инвестирование в России. М.: Изд-во «Вершина», 2007. 326 с.
5. Кныш М. И., Пучков В. В., Тютиков Ю. П. Стратегическое управление корпорациями. 2-е изд. СПб.: КультИнформПресс, 2008. 357 с.
6. Ашванян С. К. Прямые иностранные инвестиции в России // Вестн. Томского гос. пед. ун-та (Tomsk State Pedagogical University Bulletin). 2003. Вып. 5 (37). С. 84–86.
7. Об иностранных инвестициях в экономику России (по материалам Госкомстата России). URL: <http://www.gks.ru>
8. Голушко А. И. Инновационная составляющая системы регулирования экономических процессов в регионе. М.: Изд-во Рос. экон. акад., 2007.

Варлачева Т. Б., кандидат экономических наук, доцент.

Томский политехнический университет.

Пр. Ленина, 30, Томск, Россия, 634050.

E-mail: varlacheva_t_b@mail.ru

Давлетгареев Н. Р., аспирант.

Томский политехнический университет.

Пр. Ленина, 30, Томск, Россия, 634050.

E-mail: nail@sibmail.com

Материал поступил в редакцию 01.07.2011.

T. B. Varlacheva, N. R. Davletgareev

THE DEVELOPMENT OF INNOVATION-BASED VENTURE CAPITAL

We consider the venture capital market is in close connection with the innovation process. The revealed number of features can not be considered as in developed capital market and an external source of funding to attract business entities.

Key words: *venture capital investment, direct investment, venture capital market, venture capital.*

Varlacheva T. B.

Tomsk Polytechnic University.

Pr. Lenina, 30, Tomsk, Russia, 634050.

E-mail: varlacheva_t_b@mail.ru

Davletgareev N. R.

Tomsk Polytechnic University.

Pr. Lenina, 30, Tomsk, Russia, 634050.

E-mail: nail@sibmail.com