

Венчурное финансирование инноваций

© 2009 П.А. Туманов

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

В работе предложена систематизация основных понятий, связанных с инновационным процессом, рассмотрена структура венчурного финансирования как особая форма инвестирования в высокорискованные инновационные предприятия, связывающая интеллект с капиталом.

Ключевые слова: инновация, инновационный процесс, инновационная деятельность, инновационный цикл, венчурное финансирование, венчурный капитал, венчурный капиталист, венчурный фонд.

Начало XXI в. ознаменовалось стремлением мировой экономики к переходу на новый путь развития, в котором ключевая роль отводится инновациям. В данной статье описываются основные характеристики инноваций и рассматривается венчурное финансирование как эффективный способ инвестиций в инновационную деятельность.

По определению Й. Шумпетера, инновация представляет собой новую комбинацию известных факторов или изменение с целью внедрения и использования новых видов потребительских товаров, новых производственных средств, рынков и форм организации в промышленности.

Среди различных видов инноваций выделяют технологические и нетехнологические (организационные). Последние отражают изменения в формах и методах управления, социальные сдвиги, изменения в человеческом факторе, организационные изменения и другие нематериальные преобразования. Под технологическими инновациями понимается совершенно новый или технологически значительно улучшенный продукт или процесс, который предлагается потенциальному потребителю.

По своему технико-экономическому содержанию нововведения делятся на радикальные (принципиальные, революционные, базисные) и эволюционные (постепенные, модернизационные, улучшающие).

По классификации Ч. Фримена технологические инновации могут быть подразделены на инновации-продукты и инновации-процессы. Продуктовые инновации - это внедрение новых или усовершенствованных продуктов. Инновационная продукция - вновь внедренные или усовершенствованные изделия, а также изделия, производство которых основано на новых или значительно усовершенствованных методах. Процессные инновации - это освоение новой или значительно усовершенствованной продукции или организация производства. Причем для выпуска такой продукции имеющиеся оборудование или методы производства непригодны. Про-

цессные инновации включают в себя разработку, внедрение в производство и коммерциализацию новых потребительных ценностей.

Г. Менш подразделяет инновации на базовые, улучшающие и псевдоинновации. К базовым относятся инновации, реализация которых приводит к появлению новых отраслей промышленности или новых рынков сбыта. Далее, по мере совершенствования, базовые инновации превращаются в улучшающие. Когда же инновационный потенциал исчерпывается, то появляющиеся на основе данной технологии инновации относятся к классу псевдоинноваций (рационализирующие инновации).

Помимо устоявшихся критериев, характеризующих инновации, появляются также и новые, которые не окончательно устоялись. М. Портер и Г. Бонд выделяют восходящие (upstream) и нисходящие (downstream) инновации. Первые объединяют научные исследования, вторые - процессы, связанные с получением прибыли. Соответствующим образом предлагается разделить и факторы, формирующие инновационную среду.

Также при анализе инноваций достаточно широкое распространение получили четыре классификации, использующие следующие системообразующие характеристики:

- степень новизны инновации (принципиально новая, модернизированная, улучшенная);
- вид конечного продукта инновации (техника, технология, организация);
- степень влияния на экономику;
- широта внедрения инновации в общественное производство.

Большинство изобретений никогда не становятся инновациями. Новый товар становится инновацией в том случае, если он отвечает следующим критериям:

- важность. Потребители должны воспринять новый продукт или услугу как привлекательную и важную;
- уникальность. Выгоды от приобретения нового товара или услуги должны восприниматься

как уникальные и отличные от уже существующих;

- **устойчивость.** Новый продукт не должен легко воспроизводиться конкурентами, иначе не будет четких перспектив завоевания рынка. К эффективным средствам обеспечения устойчивости относятся патентование новаций, быстрое продвижение новации на рынок, известная торговая марка поставщика;

- **ликвидность.** Компания должна иметь возможность продать новый товар. Он должен быть качественным и доступным по цене, компания должна иметь эффективную систему распределения.

Что касается первопричин инноваций, то существует два основных стимула: “технологический толчок” (technology push) и “вызов спроса” (demand pull). Соответственно этой градации выделяют “нововведения предложения” и “нововведения спроса” согласно тому, какая из двух первопричин является доминирующей.

Период, который начинается с выполнения фундаментальных и прикладных исследований, а заканчивается моментом, когда продукция подлежит замене качественно новой, называется инновационным циклом. Это понятие предполагает наличие обратной связи между потребителем и научной сферой. Инновационные циклы могут быть разной протяженности и зависят от того, на какой стадии потребитель обращается к производителю с целью удовлетворения его новой потребности. В результате проведения инновационного маркетинга в недрах одного инновационного цикла могут зародиться новые циклы.

Следует различать инновацию и инновационный процесс. Инновационный процесс связан с созданием и распространением инноваций. Этот процесс наиболее ярко характеризуется этапами организации в соответствии с основными стадиями цикла работ “исследования - разработки - производство”. Для осуществления инновационного процесса большое значение имеет диффузия - распространение освоенной инновации в новых условиях. Инновационный процесс отличается внутренней инкрементальностью. Развитие технологических систем происходит мелкими шажками. Периодически возникают трудные проблемы и научные прорывы. Такой хаотичный путь характерен практически для всех крупных технологических достижений.

Различают три формы инновационного процесса: простой внутриорганизационный, простой межорганизационный и расширенный. Первая форма предполагает создание и использование новшества внутри организации, и при этом оно

не принимает товарной формы. Во второй форме инновационного процесса новшество выступает в виде товара. Расширенный инновационный процесс связан с созданием новых производителей нововведения, при этом нарушается монополия и появляется конкуренция, что способствует улучшению потребительских свойств товарной продукции.

Любая деятельность, направленная на использование результатов научных исследований и разработок и их эффективную коммерциализацию, называется инновационной деятельностью. Если в результате применения в организации какого-либо нововведения в ней изменяются привычные стереотипы деятельности, то это есть проявление инновационной деятельности.

Инновационная деятельность осуществляется в системе управления инновациями по схеме “наука - технология - экономика - образование” и состоит из комплекса научных, технологических, финансовых и коммерческих мероприятий, которые формируют инновацию.

Одним из наиболее эффективных механизмов финансирования инновационной деятельности является венчурное (рисковое) финансирование. Инвестиции венчурных фондов направлены в быстрорастущие, высокорисковые компании, которые нуждаются в капитале для финансирования разработки и продвижения инновационных продуктов. В силу особенностей модели своего развития такие предприятия не могут выплачивать проценты по долговым обязательствам (так как на начальных этапах развития несут убытки) и вынуждены привлекать внешний акционерный капитал. Менеджеров фондов венчурного капитала называют венчурными капиталистами - людьми, стоящими во главе фонда или компании и не вкладывающими собственные средства в компанию, акции которых они приобретают. Венчурный капиталист - это посредник между инвесторами и предпринимателем. С одной стороны, венчурный капиталист самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для внесения инвестиций, участвует в работе совета директоров и всячески способствует росту и расширению бизнеса этой компании. С другой - окончательное решение о производстве инвестиций принимает инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов.

Создание новых венчурных фондов, несмотря на более чем тридцатилетний опыт деятельности венчурного капитала, продолжает оставаться достаточно сложной проблемой для всего мира, прежде всего вследствие несовершенства национальных законодательств как новых, так и раз-

витых рынков капитала. Поэтому практически повсеместно принята практика - регистрация как фондов, так и управляющих компаний в оффшорных зонах. Это позволяет максимально упростить процедуру оформления и помогает избежать сложных вопросов, связанных с двойным налогообложением доходов и прибыли.

Венчурные капиталисты выступают в роли хорошо информированных посредников между предприятиями и инвесторами, которые ликвидируют информационную асимметрию, возникающую при оценке стоимости инвестируемых предприятий: завышение оценки предпринимателем и снижение усредненной оценки инвесторами.

Кроме того, в сфере венчурного капитала была разработана особая система формальных и неформальных контрактов, позволяющих автоматически отсеивать "некачественные" и финансировать только "качественные" бизнес-проекты.

В функциональные обязанности венчурных капиталистов входит:

- привлечение капиталов для инвестиций в предприятия;
- исследование и генерирование новых возможностей для инвестиций;
- оценка инвестиционных возможностей и проведение комплексной оценки (due diligence) предприятий;
- осуществление инвестиций, выбор оптимальных организационных и контрактных форм для них;
- управление инвестициями: мониторинг, контроль и консультирование предприятий, подбор топ-менеджеров для них;
- организация успешного выхода из инвестиций в планируемые сроки.

Большинство венчурных фондов организованы как "партнерства с ограниченной ответственностью"

"Общим" партнером выступает корпорация, учрежденная и управляемая венчурным капиталистом. Внешние инвесторы являются "ограниченными" партнерами и не оказывают прямого влияния на деятельность фонда. Обычно они перечисляют часть средств венчурному фонду немедленно, а другую часть обязуются перечислить тогда, когда будут обнаружены достойные объекты финансирования. Соглашения об учреждении партнерства заключаются сроком до десяти лет и иногда продляются еще на три года. По окончании срока действия соглашения партнерство (фонд) прекращает свою деятельность, венчурные капиталисты создают другой венчурный фонд и пытаются привлечь в него новые капиталы.

Все средства в форме денег или ценных бумаг, вырученные от инвестиций в предприятия, перечисляются внешним инвесторам по мере поступления. За свою деятельность венчурные капиталисты получают обычно 2,5% активов под управлением и до 20% от прибылей фонда, причем только после того, как внешние инвесторы вернут себе всю первоначальную сумму инвестиций. Соглашения о партнерстве накладывают значительные ограничения на деятельность венчурных капиталистов, в том числе запрет на использование кредитов для пополнения фонда, ограничения на инвестирование собственных средств совместно со средствами фонда в одни и те же компании, лимиты на объем инвестиций в одну фирму, запрет на инвестиции в другие виды ценных бумаг и типы компаний, запрет на организацию нового фонда, пока еще существует старый фонд.

Помимо создания отдельного венчурного фонда имеет место также прямое венчурное финансирование мелких фирм вкуче с созданием самостоятельного дочернего венчурного фонда за счет средств корпорации.

Традиционные источники формирования инвестиционных фондов на Западе - средства частных инвесторов (бизнес-ангелы), инвестиционные институты, пенсионные фонды, страховые компании, различные правительственные агентства и международные организации. Подавляющее большинство работающих в России и с Россией фондов созданы либо непосредственно международными организациями, либо национальными, в рамках межправительственных соглашений. Частные венчурные фонды пока еще слабо представлены на российском рынке.

Размеры фондов колеблются от нескольких миллионов до нескольких сот миллионов долларов. Различаются две основные формы инвестиционных фондов: закрытые (closed-end) и открытые (open-end) фонды. В закрытых фондах после сбора средств образуется замкнутая группа инвесторов. В открытых фондах (какими являются, например, взаимные фонды (mutual funds)) менеджеры соглашаются выкупать обратно любые акции по открыто публикуемой чистой стоимости на текущий день (net assets value). Закрытые венчурные фонды существуют 5 - 10 лет. Этот срок в мировой практике считается вполне достаточным для достижения инвестируемой компанией удовлетворительного роста и, соответственно, обеспечения инвесторам приемлемого уровня возврата на инвестицию. За первые 4-5 лет существования фонда его средства должны быть полностью использованы, т.е. распределены в виде инвестиций. Тем не менее, фонд офи-

циально прекращает свое существование лишь после того, как инвесторы возместят внесенные в него средства и получают дополнительный возврат на инвестицию. После полного закрытия, т.е. завершения сбора средств (fund closing) венчурного фонда, собственно, и начинается сам процесс “венчурования” (venturing) - практическая работа по поиску, нахождению, выбору, оценке и вхождению в инвестируемую компанию.

Deal-flow. Поиск и отбор компаний (search, screening и deal-flow) - важная составляющая процесса инвестирования. В отличие от стран Запада, где существует развитая инфраструктура, процесс нахождения требующихся фирм в российских условиях зачастую напоминает поиск черной кошки в темной комнате. Основные источники информации о растущих компаниях в России - пресса, выставки, личные контакты менеджеров венчурных фондов и компаний.

Общим критерием оценки для всех венчурных фондов является ответ на единственный вопрос: способна ли компания (и бизнес, в котором она находится) к быстрому развитию? Финансовый риск венчурного инвестора может оправдать только возврат на вложенный капитал (Internal Rate of Return IRR) значительно выше среднего уровня.

Due Diligence. После того как компания попадает в поле зрения венчурного капиталиста,

начинается процесс изучения (due diligence). Эта стадия - самая длительная в венчурном инвестировании, продолжающаяся порой до полутора лет, завершается принятием окончательного решения о производстве инвестиций или отказе от них.

Как правило, составление меморандума означает почти окончательное решение, поскольку в венчурном бизнесе принято доверять друг другу: инвестиционный комитет безусловно полагается на мнение исполнительного директора или менеджера фонда, который в свою очередь несет полную ответственность за сделанное им предложение. Тем не менее, отказ вполне вероятен даже на этом, окончательном, этапе.

Hands-on. Когда подготовительная работа завершена и предприниматель со своей компанией получают инвестиции, наступает новая стадия, носящая название “hands-on management” или “hands-on support”. Представитель венчурного фонда, как правило, инвестиционный менеджер, входит в состав Совета директоров компании в качестве неисполнительного директора и участвует в разработке стратегических решений компании, привнося свой опыт и контакты.

Выход компаний на биржу, иными словами, преобразование ее из закрытой частной фирмы в открытую акционерную компанию, - один из путей выхода венчурного инвестора из нее, заключительная стадия процесса инвестирования (exit).

Поступила в редакцию 07.07.2009 г.