

Механизм финансирования технологического развития в Российской Федерации

© 2011 В.В. Жигайло

кандидат экономических наук

Самарская академия государственного и муниципального управления

E-mail: lvls@mail.ru

В статье рассматривается механизм венчурного инвестирования как важный источник финансовой поддержки инновационных предприятий. Автором установлено, что в России имеются значительные финансовые ресурсы, которые можно задействовать для развития венчурного бизнеса. В этом аспекте определена необходимость диверсификации структуры источников венчурного финансирования.

Ключевые слова: венчурный капитал, венчурный бизнес, слияние и поглощение, инновационное предприятие, источники венчурного финансирования, страновой риск.

В 50-60-е гг. XX в. в США возникла специфическая форма финансирования новых технологических разработок, имеющих высокий коммерческий потенциал, получившая название “венчурный бизнес”. Венчурный капитал формировался в виде небольших пулов для финансирования на ранних стадиях развития малых и средних частных предприятий, ориентирующихся на разработку и реализацию перспективных передовых технологий, прежде всего компьютерных, разрабатываемых компаниями “Силиконовой долины”. Венчурный капитал как альтернативный источник финансирования частного бизнеса в Европе появился только в конце 1970-х гг.

До возникновения венчурного капитала в мире были известны несколько источников финансирования малого и среднего бизнеса: банковский капитал, крупные корпорации и компании и так называемые “ангелы бизнеса”. Его появление и развитие в западных странах связано с насыщением традиционных рынков, изменениями в условиях конкуренции и общей тенденцией либерализации экономики. Возникновение этой системы финансирования учитывает особенности инновационной деятельности, основанной на использовании результатов науки. Это привело к формированию венчурного предпринимательства, которое включает как специфические институты и службы, обеспечивающие ее функционирование, так и специфическую модель финансирования - методы мобилизации капитала, структуру их источников, уровня предоставления финансовых средств рисковым предприятиям.

Венчурный бизнес является сегодня самостоятельным сегментом отрасли прямых инвестиций в акционерный капитал, а венчурный капитал - практически единственным источником финансовой поддержки малых инновационных предприятий на самых ранних стадиях существования.

Венчурный капитал - это источник капитала для прямого инвестирования и форма вложения средств в частные компании. Венчурный капитал направляется в виде прямых инвестиций в компании, находящиеся на начальных стадиях развития, на стадии развития или расширения бизнеса. Венчурный капиталист - это посредник между синдицированными инвесторами и предпринимателем. В этом заключается одна из принципиальных особенностей этого типа инвестирования. 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. В конечном итоге получаемая венчурным инвестором прибыль принадлежит только инвесторам, а не ему лично. Он имеет право рассчитывать только на часть этой прибыли. Данные принципы были заложены еще на начальном этапе становления венчурного капитала основателями этого бизнеса - Т. Перкинсом, Ю. Клейнером, Ф. Кофилдом, Б. Байерсом и др. В 1950-1960-е гг. они разработали новую концепцию организации финансирования: создание партнерств в виде венчурных фондов, сбор денег у партнеров с ограниченной ответственностью и установление правил защиты их интересов, использование статуса генерального партнера, запрещающего иметь личные инвестиции в компании во избежание конфликта между личными интересами и интересами как партнеров.

Такое организационное оформление инвестиционного процесса являлось новаторским для середины XX в. и создавало очень весомое конкурентное преимущество для США. Еще одним принципом выступает то, что вновь создаваемые фонды не

имели права инвестировать в те компании, куда вкладывали деньги более ранние фонды. Эти принципы сохраняются в основном неизменными и по сей день.

Рисковое (венчурное) инвестирование, как правило, осуществляется в малые и средние частные или приватизированные предприятия без предоставления ими какого-либо залога или залога, в отличие, например, от банковского кредитования.

Венчурные фонды или компании предпочитают вкладывать капитал в фирмы, чьи акции не обращаются в свободной продаже на фондовом рынке, а полностью распределены между акционерами - физическими или юридическими лицами. Инвестиции либо направляются в акционерный капитал закрытых или открытых акционерных обществ в обмен на долю или пакет акций, либо предоставляются в форме инвестиционного кредита, как правило среднесрочного, - на срок от 3 до 7 лет. На практике наиболее часто встречается комбинированная форма венчурного инвестирования, при которой часть средств вносится в акционерный капитал, а другая - предоставляется в форме инвестиционного кредита.

Венчурный инвестор, как правило, не стремится приобрести контрольный пакет акций компании, и в этом его коренное отличие от "стратегического инвестора", который зачастую желает установить контроль над компанией. Цель венчурного капиталиста иная. Приобретая пакет акций или долю, меньшую, чем контрольный пакет, инвестор рассчитывает, что менеджмент компании будет использовать его деньги в качестве финансового рычага для того, чтобы обеспечить более быстрый рост и развитие своего бизнеса. Ни инвестор, ни его представители не берут на себя никакого иного риска (технического, рыночного, управленческого, ценового и пр.), за исключением финансового. Все перечисленные риски несет на себе компания и ее менеджеры. При этом еще одним предпочтением венчурного инвестора является принадлежность контрольного пакета менеджерам компании. Имея у себя контрольный пакет, они сохраняют все стимулы для активного участия в развитии бизнеса. Если компания в период нахождения в ней в качестве совладельца и партнера венчурного инвестора добивается успеха, т.е. если ее стоимость в течение 5-7 лет увеличивается в несколько раз по сравнению с первоначальной, риски обеих сторон оказываются оправданными и все получают соответствующее вознаграждение. Если же компания не оправдывает ожидания венчурного капиталиста, то он может полностью потерять свои деньги (в том случае, когда компания объявляет себя банкротом) либо, в лучшем случае, вернуть вложенные средства, не получив никакой прибыли. Прибыль венчурного капи-

талиста возникает лишь тогда, когда по прошествии 5-7 лет после инвестирования он сумеет продать принадлежащий ему пакет акций по цене, в несколько раз превышающей первоначальное вложение. Поэтому венчурные инвесторы не заинтересованы в распределении прибыли в виде дивидендов, а предпочитают всю полученную прибыль реинвестировать в бизнес.

Существует две модели финансовой системы: континентально-европейская, отдающая предпочтение банкам в финансировании инвестиций в экономику, и американская, где в инвестировании реального сектора активную роль играют рынки капитала. В соответствии с этими моделями формируются типичные формы финансирования высокотехнологичного сектора. В силу данной специфики в США сформировалась и получила широкое распространение венчурная форма финансирования, по характеру и масштабам несопоставимая ни с одной другой страной в мире. Во многом это связано с тем, что финансирование фирм, занимающихся инновациями, стало намного привлекательнее для государственных и частных инвесторов, коммерческих организаций и даже для отдельных физических лиц.

В настоящее время те или иные формы организации и финансирования малых инновационных фирм либо отдельных проектов в крупных компаниях практикуются в Японии, Великобритании, ФРГ, Франции, Швеции, Венгрии, КНР и др.

Среди европейских стран наибольшее развитие венчурный бизнес получил в Великобритании, где в организации производства и раньше следовали американскому стилю. В результате здесь получил развитие классический американский тип рискованного бизнеса, который отличается высокой степенью неопределенности и независимости. Лидерами здесь являются частные компании.

В европейском и японском вариантах рискованный капитал получил развитие при сильной поддержке государства, которое зачастую выполняло роль финансиста, организатора, источника информации, заказчика. Это произошло по причине того, что предприниматели в данных странах предпочитают финансовую безопасность и обеспеченность крупной организации высокому риску и неопределенности. Крупные фирмы держат под контролем как разработку, так и внедрение новшеств, а рискованный бизнес скорее имеет черты внутрифирменных образований.

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 развитых рынков

капитала. В некоторых странах Европы, в частности в Великобритании, Нидерландах, Франции и др., национальные законодательства достаточно приспособлены для создания и функционирования венчурных структур. В других инвесторам приходится использовать зарубежные юридические структуры. И тем не менее почти повсеместно принята практика регистрации как фондов, так и управляющих компаний в офшорных зонах.

В США основной объем капитала партнерств образуется вкладами государственных и частных пенсионных фондов США: в 1997 г. доля пенсионных фондов в мобилизованном венчурном капитале составляла 45 %, в 2008 г. этот показатель вырос до 50 %. Помимо пенсионных фондов, активное участие в венчурных фондах принимают коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, дарственные и благотворительные фонды, корпорации, частные лица.

Часто венчурные фонды создаются как аффилированные (дочерние) структуры отдельными банками и страховыми компаниями. Такие фонды осуществляют инвестиции в интересах внешних инвесторов либо клиентов материнской компании.

Помимо венчурных фондов, в корпоративном секторе представлены венчурные фирмы, образованные нефинансовыми промышленными корпорациями как филиалы, осуществляющие инвестиции в интересах материнской компании. Такие фирмы получили название “прямые инвесторы” или “корпоративные венчурные инвесторы”.

В ряде венчурных фондов размещены 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 (SBIR), в рамках которой венчурные фонды могут объединить собственные средства с государственными для увеличения инвестиций в компанию-реципиента.

Венчурные инвестиции осуществляются в компаниях, находящихся на различных стадиях развития. Доминирующей стадией развития компании-реципиента, на которой венчурные фирмы предпочитают осуществлять инвестиции, является стадия расширения.

Успех венчурного бизнеса в 1960-е гг. и его динамичное развитие привлекли к нему значительный интерес финансовых и управленческих кругов и потребовали создания его инфраструктуры. В 1973 г. была образована Национальная ассоциация венчурного капитала (National Venture Capital Association - NVCA) для представления в обществе интересов венчурных капиталистов и развивающихся компаний, создана система автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров ценных

бумаг (NASDAQ), специализирующаяся на первичном размещении акций растущих компаний.

На рубеже 1970-1980-х гг. стали образовываться специализированные фонды, ориентированные на приобретение пакетов акций таких компаний. Фонды выкупа осуществляют приобретение контрольного пакета акций с получением полного контроля за использованием активов компании и осуществлением ею деловых операций. Мезонинные фонды специализируются на инвестиционном финансировании компаний непосредственно перед выходом на фондовый рынок. В настоящее время в США суммарный капитал фондов прямого инвестирования в 4-5 раз превышает капитал венчурных фондов.

Таким образом, в настоящее время действует как бы двухэтапная схема инвестирования перспективной компании: на начальных этапах и в период укрепления на рынке ее поддерживает венчурный капитал, после чего включается капитал фондов прямого инвестирования.

Характерной чертой венчурного бизнеса США является ориентация на вложение средств в инновационные предприятия, реализующие передовые технологии в различных промышленных отраслях. Венчурный бизнес США сформировался как отрасль предпринимательства в период бурного развития компьютерных технологий. В перечне приоритетов - коммуникационные технологии, биотехнологии, медицина и здравоохранение, потребительские товары и услуги.

В соответствии со сложившейся практикой и в зависимости от инвестиционной стратегии венчурные компании (фонды) ориентируются на осуществление “выхода” из портфельных компаний в течение 3-7 лет с момента первой инвестиции. Первоначальное публичное размещение акций является наиболее привлекательным типом “выхода” для венчурных капиталистов и собственников компании и до недавнего времени было наиболее распространенной “выходной стратегией”. Но очень малое количество новых фирм доживают до стадии выпуска собственных акций. Успешный “выход” по стратегии публичного размещения акций серьезно зависит от состояния фондового рынка.

За последние годы методы коммерциализации идеи принципиально изменились. Теперь организация самостоятельной фирмы и выпуск акций не являются приоритетным направлением развития для небольших инновационных фирм. Это связано с тем, что крупные компании, доминирующие на рынке, стали отдавать предпочтение не созданию собственных лабораторий, занимающихся НИОКР, а приобретению молодых инновационных фирм, в силу чего многие предприниматели, создающие собственную инновационную фирму, ставят своей це-

лью продать свое детище какой-либо крупной компании.

Слияние или поглощение являются наиболее распространенными стратегиями для успешного “выхода” венчурных инвестиций. При реализации этой стратегии венчурный фонд получает за продаваемую долю в компании с венчурным капиталом свободно котирующиеся акции компании-покупателя либо денежные средства, которые затем распределяются среди венчурных инвесторов.

За последнее десятилетие XX в. венчурный бизнес в Европе аккумулировал 46 млрд. ECU долгосрочного капитала, и в настоящее время количество проинвестированных частных компаний составляет около 200 тыс.

Основные этапы инфраструктурного развития европейского венчурного бизнеса во многом повторяют американский опыт. Образование в 1983 г. Европейской ассоциации прямого инвестирования и венчурного капитала (EVCA) явилось совместной инициативой представителей венчурной индустрии и Европейской комиссии.

С участием Европейской ассоциации венчурного капитала была создана Европейская ассоциация биржевых дилеров (EASD) - объединение венчурных капиталистов, биржевых дилеров, инвестиционных банков и иных инвестиционных институтов - для формирования механизмов поддержки экономического развития и инноваций в Европе.

Европейские венчурные фонды более диверсифицированы и размещают инвестиции практически во все секторы экономики: производство потребительских товаров и услуг, в технологические отрасли, включающие средства связи, компьютерные технологии, электронную промышленность, биотехнологию и здравоохранение.

Развитие венчурного бизнеса предполагает формирование целостной системы, которая включает в себя специфические институты и службы, обеспечивающие ее функционирование, определенную модель финансирования - методы мобилизации капитала, соответствующую структуру их источников, определение уровня предоставления финансовых средств рисковому предприятиям.

Необходимо создание нормативной базы, регулирующей правоотношения участников венчурного инвестирования, системы государственной под-

держки посредством формирования преференциального режима для венчурного инвестирования. Требуют определения организационные формы рискованного бизнеса, которые могут развиваться в соответствии с существующими в мировой практике, такими как специализированные компании рискового капитала, инвестиционные компании, находящиеся под опекой государства, специализированные финансовые филиалы крупных предприятий.

Основными источниками финансирования рискового бизнеса в РФ являются частные и внебюджетные средства, привлекаемые в научно-техническую сферу, а также государственные кредитные ресурсы в рамках программы поддержки предпринимательства. Необходимо законодательно определить статус рискового инвестирования, структуру средств венчурных фондов и их объем, который может быть использован с риском и на безвозвратной основе.

Для решения данных вопросов недостаточно только принятия специального законодательства по регулированию венчурного бизнеса. Специфика венчурного инвестирования должна найти отражение, в частности, в налоговом законодательстве, где должны быть учтены возможности вычетов из облагаемого дохода части средств институциональных инвесторов, привлекаемых фондами венчурного инвестирования. Должны быть задействованы налоговые механизмы и в области налогообложения операций с ценными бумагами.

Распространение рискового бизнеса тесно связано с уровнем развития вторичного фондового рынка определением правил обращения акций венчурных предприятий на фондовой бирже. Необходимо принять во внимание условия реализации различных моделей выхода на рынок венчурных компаний. Ограничением в использовании данной стратегии является уровень развития фондового рынка. Как альтернативный вариант практикуется продажа инновационных фирм крупным компаниям.

1. *Логинов В.* Условия инновационного развития // *Экономист.* 2001. □ 3. С. 21-27.

2. Анализ и оценка перспектив перехода к инновационной экономике / Н. Комков [и др.] // *Проблемы прогнозирования.* 2005. □ 2. С. 10-26.

3. *Шелюбская Н.* Новые направления инновационной политики ЕС // *Проблемы теории и практики управления.* 2003. □ 4.

Поступила в редакцию 04.02.2011 г.