



## ВЕНЧУРНЫЕ ФОНДЫ КАК НЕОБХОДИМЫЙ СТРУКТУРНЫЙ ЭЛЕМЕНТ МУНИЦИПАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СРЕДЫ ИННОВАЦИОННОГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА

*И.А. Мурунова, А.Г. Таев*

Объективная составляющая глобализации состоит в том, что резко возросли темпы научно-технического прогресса (ускоряются приблизительно вдвое каждые пять лет). В этой ситуации для дальнейшего технического прогресса, повышения качества и конкурентоспособности товаров и услуг требуется все большая концентрация ресурсов (финансовых, интеллектуальных, технологических). Это одновременно требует все большей концентрации ресурсов, усиливает международную специализацию и разделение труда. В.В. Глущенко назвал это предположение гипотезой о повышении ресурсоемкости инновационной деятельности как одной из объективных причин глобализации<sup>1</sup>.

Одним из факторов развития муниципального мезоуровня можно назвать венчурные фонды. Существует множество подходов к определению венчурного финансирования, 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.

Венчурный капиталист, стоящий во главе фонда или компании, не вкладывает напрямую собственные средства в компанию, акции которых он приобретает. Венчурный капиталист – это посредник между синдицированными (коллективными) инвесторами и предпринимателем. В этом заключается одна из самых принципиальных особенностей этого типа инвестирования и его роль в формировании финансовой среды предпринимательства.

Венчурные инвестиции как финансовый инструмент – хотя и рискованные, но одни из самых высокодоходных. Статистика США за последние 20 лет показывает, что эти вложения наиболее эффективны, средняя доходность по ним составляет 19 %. Поэтому неудивительно, что именно эта страна лидирует по размерам венчурного капитала. Традиционные источники формирования инвестиционных фондов на Западе – средства частных инвесторов, инвестиционные институты, пенсионные фонды, страховые компании, различные правительственные агентства и международные организации.

История венчурного капитализма в Америке насчитывает уже полвека, и сегодня доля Штатов совместно с Канадой в этом бизнесе равняется 60 %. На втором месте – Европа с 20-летним стажем венчурного предпринимательства и долей 25 %, у Азии – 9 %, Африки – 2 %, а замыкают эту цепочку Латинская Америка и СНГ – по 1 %<sup>2</sup>, то есть на Россию приходится еще меньше. Подавляющее большинство работающих в России и с Россией фондов созданы либо непосредственно международными организациями (Региональные венчурные фонды и Фонды долевого участия в малых предприятиях Европейского банка реконструкции и развития), либо национальными в рамках межправительственных соглашений [US Russia Defense Fund, The US Russia Investment Fund (TUS RIF)]. Частные венчурные фонды пока еще слабо представлены на российском рынке.

Особенности венчурного капитала в том, что он питает небольшие, быстро

растущие перспективные компании с большим потенциалом роста. А потому основная часть этих денег оседает в высокотехнологических секторах. В США в 2004 г. по этой линии было вложено 14 млрд долл., в Европе – 6,4, в России – чуть больше 1 млрд долл.

В нашей стране отрасль венчурных инвестиций появилась примерно 10 лет назад. Произошло это во многом благодаря программе ЕБРР, который выделил на развитие венчурной индустрии свои гранты. И первые 11 венчурных фондов были созданы на деньги банка. Примеру ЕБРР последовали другие инвесторы, преимущественно зарубежные, что привело к росту числа венчурных фондов. Их количество увеличивалось вплоть до 1998 г., когда кризис прервал этот позитивный процесс.

Новая приливная волна, принесшая новые венчурные фонды, возникла после 2000 года. В 2004 г. уже было примерно 60 таких структур и налицо тенденция роста их количества. На конец 2006 г. их общая капитализация достигла почти 4 млрд долл., практически не происходит оттока капиталов с рынка. За 2005–2006 гг. лишь один фонд свернул свою работу и еще три успешно вышли из игры, вернув своим партнерам-инвесторам с прибылью 200 млн долл. В среднем доходность по «выходам» (продаже компаний, в которые были вложены деньги венчурного фонда) составила 35 %, а по некоторым достигала более 100 %. Напомним, что средняя доходность за десять минувших лет была равна 11 %, что дополнительно свидетельствует о росте за последние два года притягательности для инвесторов венчурного сектора финансового рынка<sup>3</sup>.

С точки зрения предмета нашего исследования очень важен вопрос об источниках капитала. Традиционные источники формирования инвестиционных фондов на Западе – средства частных инвесторов, инвестиционные институты, пенсионные фонды, страховые компании, различные правительственные агентства и международные организации.

По структуре географии венчурных фондов на 70 % – это деньги иностранных компаний и только 30 % – российских. Но и это следует считать очень серьезным достижением, так как еще 2 года назад эта цифра была на порядок меньше, а в середине 90-х гг. доля отечественного капитала была едва различима – 3 %.

В основном Россию в частных венчурных инвестициях представляют «Русские технологии», «Система-Венчур», «Промышленные инвесторы» и несколько других. Однако лишь немногие российские венчурные проекты заканчиваются продажей созданных предприятий, так как эти инвесторы предпочитают работать в режиме follow-on, дофинансируя уже имеющиеся в портфеле компании проекты и не финансируя новые. Именно поэтому с этими фондами сотрудничают всего 4 % отечественных инновационных предприятий<sup>4</sup>. То есть налицо усиление национального капитала на рынке венчурных инвестиций. И это следует признать весьма положительным явлением, так как в развитых странах обычно его доля составляет более 50 %. Однако пока количество проинвестированных компаний не весьма мала, хотя также растет. До 2002 г. венчурные средства были вложены в 316 фирм, за последние 2 года – в 49.

В целом инвестиционная активность российских фондов остается на порядок ниже зарубежной. Вместе с тем зарубежные венчурные фонды, как правило, инвестируют компании, уже работающие на рынке, с хорошей клиентурой и относительно стабильным финансовым положением. По большому счету, назвать эти вложения венчурными нельзя: фонды, скорее, поддерживают хороший технологичный бизнес, чем инновационные идеи, занимаются перепродажей российских высокотехнологичных компаний транснациональному бизнесу или прямой перекачкой ценной научной информации в виде патентов, ноу-хау за рубеж.

Если рассматривать венчурные инвестиции с точки зрения географии, то больше всего их вложено в Центральный округ, немного отстает Северо-Запад, потом сле-

дуют Поволжский, Дальневосточный, Южный, Сибирский и Уральский округа.

Прибыль венчурного капиталиста 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.

Так, компания «Аэлита», созданная в 1997 г. с центрами разработки в Петербурге и Москве, была проинвестирована «Insight Venture Partners» на сумму в 10 млн долл. в ноябре 2002 г., а в марте 2004 г. продана калифорнийской «Quest» за сумму около 115 млн долл. Аналогично были проинвестированы и перепроданы Интернет-портал «Апорт», питерская фирма «Arconis» и несколько других<sup>5</sup>.

Разделение совместных рисков между венчурным инвестором и предпринимателем, длительный период «совместного проживания» и открытое декларирование обеими сторонами своих целей на самом начальном этапе общей работы – слабые вполне вероятные, но не автоматического успеха. Однако именно такой подход представляет собой основное отличие венчурного инвестирования от банковского кредитования или стратегического партнерства.

Есть ряд факторов, которые мешают российским небольшим высокотехнологичным предприятиям получать инвестиции. В первую очередь это уровень кадров, их неумение работать с венчурными инвесторами. Финансовые работники российских фирм плохо осознают устремления инвесторов, которые хотят быть уверенными, что их деньги будут потрачены с толком и вернутся к ним с прибавлением. В России пока не осознали до конца необходимость тщательной подготовки своей фирмы к привлечению внешних инвестиций. А между тем она стоит очень остро. На Западе из 1 000 предложенных таких документов инвестирование получают только 6 компаний.

По оценке Дмитрия Боски, управляющего «Berkley Capital Partners», использующего средства Европейского банка реконструкции и развития, главное при выборе объекта вложений – наличие выдающейся команды и стратегии развития<sup>6</sup>.

Еще одна острая проблема – это попадание предприятий в так называемые мертвые зоны.

Одним из основных требований к отечественному венчурному предприятию-реципиенту является, например, наличие у последнего годового оборота в размере не менее 1 млн долл. По российским меркам это оборот уже состоявшегося предприятия, а отнюдь не начинающей инновационной фирмы. Обычно инвесторам невыгодно вкладывать небольшие, до 1 млн долл., капиталы. В России компании для того, чтобы раскрутиться, зачастую нужно существенно меньше. Таким образом, чем больше требуется сумма, тем ее легче найти, труднее привлечь небольшие деньги.

Кроме того, если на Западе венчурный капитал в основном размещается, как уже отмечалось, в наукоемких высокотехнологичных отраслях, то в России объектами инвестирования являются самые различные сектора экономики. Так, в 1998–1999 гг. основными проектами венчурных фондов стали участие в организации производства ныне популярной минеральной воды «Святой источник» (установка фильтров очистки, обеспечение таро-упаковкой), развитие лесотехнического комплекса в Архангельской области (строительство и организация работы лесопилок, котельных и т. д.); строительство современной климатической установки (теплицы) в Архангельской области и т. д. И только проект по развитию системы спутникового и кабельного телевидения в г. Северодвинске – аналог «Космос-TV» – с известной долей условности можно назвать высокотехнологичным.

Следующей причиной, препятствующей развитию венчурного бизнеса в России, является низкая информационная прозрачность российского рынка интеллектуальной собственности, что приводит к зна-

чительным трудностям с поиском предприятий-реципиентов и инновационных проектов под венчурные инвестиции.

И, наконец, самая важная проблема – практически полное отсутствие законодательной базы, регулирующей деятельность венчурного капиталиста. В России до самого последнего времени в действующем законодательстве отсутствовало даже само понятие «венчурное инвестирование». Следствием этого является, например, то, что прединвестиционный период при вложениях венчурного капитала составляет около полутора лет. При этом на выбор объекта инвестиций, оценку различного рода инвестиционных рисков, переговоры с инициаторами инновационного проекта – владельцами или руководством предприятия – приходится только 3–4 месяца.

Остальное время занимает регистрация инвестиций в Центральном банке (открытие счетов типа «П» и «Т»), регистрация проспекта эмиссии в Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ) и различные согласования с Министерством по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, налоговыми органами и т. д. Как следствие, нередки случаи отказа венчурного фонда, части его участников и даже предприятия-реципиента от продолжения сотрудничества по причине затягивания государственными органами регистрационных процедур.

Относительно усложненная процедура допуска на российский рынок иностранного венчурного капитала (как, впрочем, и иностранных инвестиций вообще) – коль скоро большинство ныне действующих в России венчурных фондов сформировано за счет капитала иностранных инвесторов – является очень важной проблемой, требующей скорейшего решения. Ведь совокупный капитал действующих венчурных фондов составляет около 1,5 млрд долл., что превышает весь бюджет развития России на 2000 год. При этом на сегодняшний день размещена только четверть активов<sup>7</sup>.

Венчурное инвестирование часто интерпретируют как высокорисковое, хотя

это не совсем так. Любой венчурный фонд формирует свой инвестиционный портфель, исходя из необходимости минимизации потерь от недополучения прибыли: его венчурные вложения составляют в среднем около 20 % от совокупного капитала, страхование инвестиционных рисков в России более чем актуально (тем более, учитывая политические риски). Принимая во внимание такую ситуацию в реальном секторе экономики Российской Федерации вообще, а тем более в научно-технической сфере, где результаты исследований и их дальнейшая коммерциализация не всегда предсказуемы. Миннаука России приступило к формированию системы страхования инвестиционных рисков в инновационной сфере. В рамках данного подхода проведен ряд семинаров для бизнесменов и ученых в Москве и Санкт-Петербурге, заключены соответствующие соглашения с САО «Ингосстрах» и российской дочерней компанией крупнейшего страховщика в Европе «Альянс АГ» – страховой компанией «Ост Вест Альянс». Выбор страховых партнеров, работающих на иностранных рынках, не случаен, так как это связано со спецификой научно-технической сферы как таковой.

Сложившаяся ситуация требует формирования специальных муниципальных программ венчурного микрофинансирования для формирования и развития финансовой среды предпринимательства и преодоления информационной асимметрии на региональном рынке капитала. Проблема информационной асимметрии имеет еще один аспект: изобретатели часто нуждаются в информации относительно процедур возможной коммерциализации их изобретений, сложных процессов, требующих от изобретателя хорошего знания многих сторон бизнеса, которые часто являются новыми или даже чуждыми для него.

Для решения этих задач предлагаем организовать коучинговый центр по венчурному предпринимательству и венчурную ярмарку для привлечения российских и зарубежных инвесторов. Муниципальным образованиям необходимо также проявлять инициативу в плане широкого использова-

ния преимуществ государственных программ, нацеленных на развитие финансовой среды предпринимательства и привлечение прямых инвестиций в экономику.

В соответствии с инициативами Президента РФ кардинальное решение проблемы развития государственно-частного венчурного инвестирования связано с организацией 6–7 государственно-частных венчурных фондов в регионах, существенным увеличением размера бюджетных средств, направляемых на развитие государственного фонда венчурных фондов, и привлечением в управление венчурным бизнесом российских фондов и банков, частных и корпоративных инвесторов.

ОАО «Российская венчурная компания (РВК)» создана в соответствии с Распоряжением Правительства Российской Федерации № 838-р от 7 июня 2006 г. (п. 10) с целью стимулирования создания в России собственной индустрии венчурного инвестирования, развития инновационных отраслей экономики и продвижения на международный рынок российских наукоемких технологических продуктов. На Российскую венчурную компанию возложены две основные функции: отбор лучших венчурных управляющих компаний на конкурсной основе и приобретение паев венчурных фондов, создаваемых этими компаниями.

Российская венчурная компания – государственный фонд венчурных фондов Российской Федерации. Она служит источником недорогого финансирования для инновационных компаний, находящихся на ранней фазе развития. Российская венчурная компания инвестирует свои средства в инновационный сектор через посредство частных венчурных фондов, предоставляя каждому из них 49 % от их инвестиционных ресурсов. Сейчас инвестиционные ресурсы в распоряжении Российской венчурной компании составляют 15 млрд руб., из них 5 млрд руб. намечены к инвестированию в венчурные фонды в первой половине 2007 года.

Российская венчурная компания инвестирует в венчурные фонды на следующих условиях:

- объем инвестируемых средств – от 600 млн до 1,5 млрд руб.;
- доля РВК в фонде – 49 %;
- венчурный фонд создается в виде закрытого паевого инвестиционного фонда в юрисдикции Российской Федерации.

В инвестиционной декларации венчурного фонда должны быть закреплены следующие правила:

1. Фонд инвестирует только в инновационные компании.
2. Не менее чем 80 % средств фонда должны быть инвестированы в компании на ранней фазе.
3. Диверсификация: фонд должен инвестировать не менее чем в 8 инновационных компаний за 5 лет.
4. Запрет на инвестирование в «индустрии порока» и традиционные отрасли экономики.
5. Суммарное вознаграждение управляющей компании, специализированного депозитария, лица, ответственного за ведение реестра владельцев инвестиционных паев, аудитора и оценщика за год не превышает 2,5 % стоимости активов фонда.

Инновационными считаются компании, чья деятельность внесена в «Приоритетные направления науки и техники Российской Федерации» или чьи продукты входят в перечень «Критические технологии Российской Федерации» (текущие перечни утверждены указами Президента РФ ПР-842 и Пр-843 от 21 мая 2006 г.). Фонд может инвестировать в любые из отраслей и продуктов в этих перечнях или специализироваться только по некоторым из них.

Под «ранней фазой» понимается компания с ежегодным оборотом не более 150 млн руб. на момент первого приобретения ее ценных бумаг, но фонд может участвовать и в последующих раундах инвестирования в эту компанию, независимо от дальнейшего объема продаж компании.

При создании компании предполагалось, что всего с участием средств РВК в течение 2007 г. будет создано 8–12 новых венчурных фондов с совокупным капиталом порядка 30 млрд руб. Эти фонды обес-

печат венчурным капиталом до 200 новых инновационных компаний и станут косвенным катализатором создания еще порядка 1 000 компаний.

В соответствии с Положением о конкурсном отборе юридических лиц для передачи им в доверительное управление денежных средств ОАО «Российская венчурная компания» 31 мая 2007 г. заключены соглашения с каждым из трех победителей первого конкурсного отбора, итоги которого были объявлены 15 мая 2007 года:

- ЗАО «ВТБ “Управление активами”» с заявленным денежным размером венчурного фонда в 3 млрд 61 млн руб.;
- ООО «Управляющая компания “Био-процесс Кэпитал Партнерс”» с заявленным денежным размером венчурного фонда в 3 млрд руб.;
- ЗАО «ФинансТраст» с заявленным денежным размером венчурного фонда в 2 млрд руб.

Вызывает сомнение порядок отбора частных венчурных управляющих компаний. К конкурсу допускаются фирмы, не менее двух лет управляющие средствами негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и паевых инвестиционных фондов (ПИФ) с активами не менее 700 млн руб. О своем участии в отборочных конкурсах заявили «Альянс РОСНО Управление активами», «УРАЛСИБ», «НИКОЙЛ-Сбережения», «Портфельные инвестиции», УК «Банк Москвы» и «Тройка Диалог» – компании, успешно работающие на фондовом рынке. Вместе с тем специфика рынка инноваций иная: по мнению ведущих экспертов венчурного бизнеса, здесь важна высокопрофессиональная оценка эффективности внедрения научно-технических новшеств в реальный сектор экономики и навыки управления инновационными рисками.

Заинтересовать частных инвесторов чиновники рассчитывают за счет финансового рычага, который будет создаваться в результате добровольного ограничения государством доходности своих средств, вложенных в РВК, ее уровень не должен превышать  $\frac{1}{5}$  ставки рефинанси-

рования (примерно 3 % годовых). Средневзвешенная доходность венчурных фондов составляет 30–40 %, разница в прибыли пойдет в пользу частных управляющих компаний, которым будут переданы в распоряжение бюджетные средства.

То есть государство в данном случае не ставит целью заработать на вложении своих средств, а стремится создать в течение нескольких лет отечественную венчурную индустрию. Более того, после завершения начального периода держава готова выйти из состава этих венчурных фондов, уступив свою долю частным инвесторам.

В недавнем обращении к Президенту, которое подписали руководители нескольких десятков объединений малого бизнеса, отмечалось, что во многих регионах чиновники даже не освоили те средства, которые были предусмотрены в госбюджете в прошлом и нынешнем году на развитие малого предпринимательства.

Добавить к выделенным ранее бюджетным ассигнованиям еще 15 млрд руб. можно, но без заинтересованного участия госслужащих в реализации венчурной программы добиться результатов будет сложно. Негативный момент, на наш взгляд, связан с тем, что в новых инициативах Правительства РФ предусмотрена определяющая роль государственных служащих в развитии венчурной индустрии, так как совет директоров каждого венчурного фонда будет состоять из трех чиновников и двух представителей частного бизнеса. На практике это означает, что решения по отбору венчурных управляющих компаний и приобретению паев венчурных фондов будут принимать государственные служащие, не имеющие на сегодня ни опыта, ни знаний венчурной индустрии, которая во всем мире «держится на плечах» частных инвесторов. Это может сказаться на качестве принимаемых решений и конкурентоспособности высокотехнологического сектора российской промышленности на мировом рынке.

Кроме этого, субъекты российского рынка венчурного инвестирования отмечают, что ограничения, которые предпо-

лагается наложить на деятельность управляющих компаний, могут сделать работу РВК неэффективной. Кроме того, один из главных аргументов противников государственных венчурных инвестиций – отсутствие в России достаточного количества достойных финансирования проектов и отсутствие опыта эффективного управления венчурными проектами.

По словам Андрея Шаронова, уже сейчас настала пора формировать стартапы<sup>8</sup>, поскольку сразу получить деньги из венчурного фонда нельзя. Сначала фирма должна подрасти, продумать технологию, привести в порядок патенты, собрать свою команду.

Однако важность именно муниципального уровня управления в создании финансовой среды посредством венчурных фондов заключена в том, что в течение последних 10 лет доля малых инновационных компаний упорно не желает перешагнуть порог в 3 % от общего числа субъектов предпринимательства. Конкретные результаты будут зависеть не только от размеров финансирования, но и от административных условий, которые создадут стартапам наши чиновники.

Эффективность венчурных ярмарок также пока низка. Например, представители крупных инвестиционных компаний отметили, что значение Петербургского венчурного форума для участвующих в нем представителей инновационного бизнеса в первую очередь состояло в обучении и консультациях. Для фондов же практически никакой роли выставка-ярмарка не играет. По официальным данным, финансирование получила десятая часть компаний, принявших участие в петербургской выставке-ярмарке за все годы ее существования. Для инноваций, как утверждают эксперты, это нормальный процент. И все же трудно не согласиться с инвесторами: венчурный форум, в первую очередь, школа для потенциальных клиентов венчурного бизнеса<sup>9</sup>.

И, наконец, следует отметить, что к настоящему времени нет ясного представления о том, какой должна быть последовательность формирования национальной

инновационной системы и каковы модели развития венчурной индустрии в разных российских регионах. Постановление Правительства РФ «Об открытом акционерном обществе “Российская венчурная компания”» не содержит даже постановки этих проблем. Как, впрочем, не упомянуты в нем и другие проблемы системного развития инновационной деятельности. Например, то, что действующее в настоящее время региональное законодательство в целом мало приспособлено к нуждам венчурного бизнеса и в существующем виде оно явно будет тормозить развитие венчурной индустрии в регионах России, даже в случае пересмотра налогового режима для малых технологических компаний.

Недостатки системы государственной поддержки и деятельности общественных организаций могут быть решены путем создания на муниципальном уровне собственного венчурного фонда. В принципе венчурное финансирование совершенно не обязательно должно быть связано с инновациями – коммерциализацией научно-технических разработок. Однако коммерциализация изобретений требует именно венчурного финансирования, поскольку весь инновационный путь является высокорисковым предприятием, что объясняется особенностями национального рынка идей и ноу-хау. Однако именно в этом случае для венчурного капиталиста появляется возможность получить прибыль в разы, а то и в десятки раз превышающую затраченный капитал, последнее особенно резко проявляется при выходе на зарубежный рынок патентов и технологий, что связано с некоторой особенностью национального бизнеса при вложении капитала в России и реализации продукта, полученного за счет этой инвестиции, за рубежом.

Организационная структура типичного венчурного института выглядит следующим образом. Он может быть образован либо как самостоятельная компания, либо существовать в качестве незарегистрированного образования как ограниченное партнерство (нечто вроде «пол-

ного» или «коммандитного» товарищества, используя российскую юридическую терминологию). В некоторых странах под термином «фонд» понимают скорее ассоциацию партнеров, а не компанию как таковую. Директора и управленческий персонал фонда могут быть наняты как самим фондом, так и отдельной «управляющей компанией» или управляющим, оказывающим свои услуги фонду. Управляющая компания, как правило, имеет право на ежегодную компенсацию, обычно составляющую до 2,5 % от первоначальных обязательств инвесторов. Кроме того, управляющая компания или частные лица, сотрудники управленческого штата, равно как и генеральный партнер, могут рассчитывать на процент от прибыли фонда, обычно достигающий 20 %. Чаще всего этот процент не выплачивается до тех пор, пока инвесторам не будут полностью возмещены суммы их инвестиций в фонд и, кроме того, обеспечен заранее оговоренный возврат на их инвестиции.

В случае создания ограниченного партнерства основатели фонда и инвесторы являются партнерами с ограниченной ответственностью. Генеральный партнер в этом случае отвечает за управление фондом или осуществляет функции контроля работы управляющего. Ограниченное партнерство свободно от налогообложения. Это означает, что оно не является объектом налогообложения, а его участники должны платить все те же налоги, какие они заплатили бы, если бы принадлежащий им доход или прибыль поступали непосредственно от тех компаний, куда они самостоятельно вкладывали свои средства.

Процесс формирования венчурного фонда носит название «сбор средств». Специализация на рынке капитала потребовала появления профессионалов, специализирующихся на управлении деньгами, им не принадлежащими. Для принятия инвесторами решения об инвестициях в какой-либо венчурный фонд они хотели бы получить ответ на следующий вопрос: почему имеет смысл вкладывать деньги именно в данный фонд.

Чтобы обеспечить их подробной информацией, учредители фондов на начальном этапе выпускают меморандум, где подробно описаны цели и задачи фонда, специфические условия его организации и предпочтения.

После полного закрытия, то есть завершения сбора средств венчурного фонда, собственно, и начинается сам процесс «венчурирования» – практическая работа по поиску, нахождению, выбору, оценке и вхождению в инвестируемую компанию. Венчурные инвесторы, по определению, – люди, готовые идти на риск, иногда даже на очень большой риск. Венчурные капиталисты, однако, скорее сознательно готовы принимать риск, но отнюдь не ищут его. Правильная оценка соотношения риска и вознаграждения – скорее, искусство, чем профессия. Вне зависимости от ориентации и предпочтений венчурных фондов общим критерием оценки для всех них является ответ на единственный вопрос: способна ли компания (и бизнес, в котором она находится) к быстрому развитию? Финансовый риск венчурного инвестора может оправдать только соответствующее вознаграждение, под которым понимается возврат на вложенный капитал выше некоего среднего уровня. Возврат на вложенный капитал – общепринятый показатель измерения вознаграждения. В европейской и британской ассоциациях венчурного капитала он считается стандартом оценки доходности инвестиционного проекта.

Венчурные капиталисты не рассчитывают на быстрый возврат своих инвестиций. Учитывая скорость восстановления рыночных механизмов в России, 5–10 лет (время существования венчурных фондов) кажутся вполне реалистичным сроком для созревания предпосылок полноценного развития финансовой инфраструктуры. Собственно говоря, именно скорость перехода российской экономики от административно-командной к рыночной явилась побудительной причиной, заставившей венчурный капитал обратиться в сторону России. Однако на этот счет нельзя заблуждаться: пока это всего лишь



аванс. Сможет ли альтернативное финансирование прижиться на суровой российской почве и стать полноценной составляющей финансовой среды предпринимательства – зависит от многих факторов: макроэкономических, политических, социальных и пр. Едва ли меньшее значение будет иметь способность российского предпринимательства к самоорганизации и созданию независимых и устойчивых объединений. Этот процесс еще только начался.

Взаимодействие венчурного фонда и субъекта финансирования зачастую проходит при посредничестве инновационной компании – организации, которая может быть образована самим фондом с целью сбора, анализа, отбора идей и изобретений, подготовки их к рассмотрению или доведению их до меморандума. Венчурирование инновации (ноу-хау, изобретения, технологии и т. д.) само по себе, без организации производства, приносит прибыль, на порядок превышающую исходные затраты. В связи с этим разработанная в России идея, защищенная международным патентом, принадлежащим уже венчурному фонду или инновационной компании, составляющая таким образом уже объект промышленной собственности, и может быть оценена по специальной методике независимой экспертизой. После такой оценки патент или лицензия вовсе не обязательно должны быть проданы – они могут быть включены в уставный фонд венчурного или иного предприятия, повышая его величину на 500 и более тысяч долларов.

С точки зрения развития финансовой среды предпринимательства на макро- и мезоуровне целесообразно использовать в деятельности ОАО «Российская венчурная компания» опыт развития государственных «посевных» фондов США, Финляндии и Израиля.

Так, в Израиле венчурный бизнес, признанный одним из самых эффективных в мире, своим существованием напрямую обязан государству: в 1992 г. правительство Израиля в лице министерства промышленности и торговли приступило к

реализации программы «Yozma», в рамках которой было создано десять венчурных фондов.

Обязательным условием финансирования фонда со стороны государства было наличие в нем одного израильского частного и одного известного на рынке венчурных операций зарубежного партнера, который принимал на себя обязательства по обучению местных инвесторов методикам и принципам осуществления рыночного финансирования инновационных компаний, а также управления фондом. Вложения распределялись следующим образом: 8 млн долл. приходилось на государство, 12 млн долл. – на частных партнеров. В случае банкротства фонда государственные вложения возврату не подлежали, при успехе же частные инвесторы могли выкупить долю государства за 8 млн долл. плюс 7 % прибыли на нее. Иными словами, при 60 % вложений частным инвесторам гарантировалось свыше 90 % дохода от реализации программы. До начала 1997 г. все инвестиции в венчурные фонды не подлежали налогообложению, а частные лица, не являющиеся профессиональными инвесторами, дополнительно освобождались от налога на доход с капитала при продаже акций израильских высокотехнологических компаний.

В обмен на «финансовый рычаг» зарубежные инвесторы создали условия для проникновения израильских компаний на международные рынки венчурного капитала, обучив их ведению высокотехнологического бизнеса. За короткий период капитал фондов «Yozma» достиг 2,9 млрд долл., причем в восьми фондах доля государства была выкуплена частными инвесторами. По данным российской ассоциации венчурного финансирования, суммарный объем инвестиций, прямо или косвенно инициированных в результате реализации программы «Yozma», в 1993–2000 гг. составил около 12 млрд долл., а число израильских компаний на NASDAQ в 2005 г. составило около 1 000 (после США и Канады они занимают там третье место). В 2000 г. экспорт Израиля готовых технологических продуктов со-

ставлял около 15 млрд долл., а к 2006 г. – более 20 млрд долл.<sup>10</sup>

В отношении развития финансовой среды предпринимательства на уровне конкретного муниципалитета необходима ориентация венчурных фондов на массовое создание инновационных предприятий не только в развитых, но и в экономически проблемных российских регионах. По планам Правительства России в течение 2–3 лет планируется создание 10–15 региональных венчурных фондов, совокупный капитал которых составит около 30 млрд руб. (половину предоставит государство, вторую – частные инвесторы). Эти фонды рассчитаны на обеспечение венчурным капиталом до 200 новых инновационных компаний. Очевидно, что региональные венчурные фонды будут созданы прежде всего в регионах-«донорах» (в Москве, Санкт-Петербурге, Краснодарском крае, Татарстане) и регионах, имеющих наилучшую инновационную инфраструктуру (в Новосибирске, Нижнем Новгороде, Московской, Калужской и Томской областях). Это, несомненно, станет косвенным катализатором создания тысячи и более новых инновационных компаний в «сильных» регионах. В то же время регионы с низким и крайне низким инвестиционным потенциалом в ближайшие годы могут не суметь воспользоваться средствами и возможностями РВК и не реализовать и без того скудный инновационный потенциал экономического развития.

Мы считаем, что Правительство РФ должно всячески содействовать созданию региональных представительств РВК в экономически проблемных, но стратегически значимых российских регионах, так как во всем мире инструменты венчурного финансирования активно используются для «вытягивания из болота» депрессивных секторов и регионов. Анализ мирового опыта показывает: из всех возможных стратегий регионального развития инновационные стратегии являются самым эффективным инструментом не только «подъема» экономики региона, но и повышения его стратегической конкурентоспособности.

Для этого необходимо сформировать и задействовать эффективную систему гарантии для частных инвесторов. Для развития венчурного финансирования принципиально важно, что со стороны государства делаются конкретные шаги в отношении снижения риска потери вложенного венчурного капитала. Однако оно пока не гарантирует полного возврата инвестиций в случае неудачной реализации того или иного проекта.

Следует отметить, что во многих странах существуют различные программы гарантий для венчурных инвестиций, обеспечивающих их возврат в размере от 70 % до 100 %. Данные программы уже доказали свою состоятельность и помогли заложить основу для дальнейшего развития венчурной индустрии в различных странах, среди которых США, Бельгия, Германия, Нидерланды, Финляндия, Швеция и многие другие<sup>11</sup>.

Требуется уточнения российское законодательство, так как оно имеет ряд недостатков, не позволяющих эффективно развиваться венчурному финансированию. Речь идет о недоработках в Налоговом кодексе РФ, федеральных законах «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации», «О государственной поддержке малого предпринимательства в Российской Федерации». Необходимо пересмотреть соответствующие статьи налогового законодательства РФ, например, для того, чтобы прояснить, на каких основаниях и в какой степени научно-исследовательская и проектная работа, выполненная инновационными предприятиями, может считаться частью текущих производственных расходов и насколько понесенные издержки могут быть исключены из налогооблагаемой базы.

#### ПРИМЕЧАНИЯ

<sup>1</sup> Глущенко В.В. Финансы корпораций в условиях глобализации // Финансы и кредит. 2007. № 1. С. 28.

<sup>2</sup> Гурвич В. Без венчурного задела // Инновационный менеджмент. 2007. № 2. С. 4.

<sup>3</sup> Звягин Ю. Венчуры ощутили вкус прибыли // Там же. С. 55.

<sup>4</sup> Гуриева Л.К. О некоторых проблемах российского венчура // Финансы. 2007. № 1. С. 16.

<sup>5</sup> Там же.

<sup>6</sup> Титов Д. Деньги уже в пути, но будут ли они расти... // Инновационный менеджмент. 2007. № 2. С. 6.

<sup>7</sup> Рожков М. Венчурное инвестирование: сможет ли правительство утолить инвестицион-

ный голод малых инновационных предприятий // Там же. № 1. С. 19.

<sup>8</sup> Стартап – это малая инновационная высокотехнологическая компания.

<sup>9</sup> Звягин Ю. Указ. соч. С. 54.

<sup>10</sup> Гуриева Л.К. Указ. соч. С. 18.

<sup>11</sup> Погорелов Д.И. Финансовый потенциал российской венчурной компании // Финансы. 2006. № 10. С. 36.