

УДК 330.3 (338.1)
**РАЗВИТИЕ МЕХАНИЗМОВ
ВЕНЧУРНОГО
ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ**

Панягина Ася Евгеньевна
Муромский институт (филиал)
«Владимирский государственный
университет имени Александра
Григорьевича и Николая
Григорьевича Столетовых»
к.э.н., доцент кафедры экономики
e-mail: a_panyagina@mail.ru

Аннотация. Раскрывается роль венчурного финансирования как экономического механизма, который способствуют развитию инновационной деятельности и позволяет свести к минимуму риск отдельных инвесторов. Проводится обзор основных этапов развития механизмов венчурного финансирования в России

Ключевые слова: инновации, риски, венчурное финансирование, венчурные фонды, динамика венчурных инвестиций.

Осуществление инноваций неизбежно связано с целым спектром рисков – инновационных, коммерческих, технических. К инновационным относятся риски получения отрицательных научных и рыночных результатов, негативных экологических или социальных последствий, а также риски конкретного проекта, которые охватывают, по сути, весь спектр коммерческих, технических, финансовых рисков. Обобщающим показателем различного рода рисков, возникающих в результате реализации инноваций, и является финансовый риск. Он характеризует возможные потери финансовых ресурсов, возникшие в случае провала проекта, вне зависимости от её конкретных причин.

Однако при этом и учеными-теоретиками, и предпринимателями-практиками, и государством признан тот факт, что отказ от инноваций и инновационной деятельности приводит, в конечном счете, к ещё большим потерям и настоящей конкурентоспособности фирмы и страна в целом достигают только, когда в её основе лежат инновации. Поэтому на практике создаются различные экономические механизмы, которые, с одной стороны, способствуют развитию инновационной деятельности и внедрению инноваций, а, с другой стороны – позволяют свести к минимуму риск отдельных инвесторов.

Одним из таких механизмов является венчурное финансирование (венчурное инвестирование, венчурное предпринимательство, рисковые инвестиции). Термины «венчурный капитал», «венчурный бизнес» происходят от английского *venture*, которое переводится как «рискованное предприятие или начинание», «спекуляция», «сумма, подвергаемая риску [1, с. 370].

Под венчурным финансированием понимают долгосрочные (свыше пяти лет) рисковые вложения в высокотехнологичные предприятия, как правило, малые (венчурные предприятия), создаваемые с целью разработки и организации производства инновационных продуктов с целью получения

прибыли от инвестиций.

Само по себе венчурное финансирование не устраняет воздействия инновационных рисков, однако использует встроенный механизм их снижения на стадиях принятия решения о финансировании, выбора формы организации инвестиций в инновационное предприятие, отбора предпринимательских проектов и их осуществления.

Так, на стадии принятия решения об инвестировании тщательно анализируется не только содержание представленных бизнес-проектов, но и уровень подготовки предпринимателей, их личные качества, инновационные риски и возможности их снижения. В случае принятия положительного решения об инвестировании уменьшению риска способствует выбор наиболее рациональной в каждом конкретном случае формы финансирования: прямое, совместное, диверсифицированное, финансирование через венчурные фонды. В процессе инвестирования снижению совокупного риска способствует финансирование по этапам венчурного цикла: посевной этап, старт-ап, стадии начального и быстрого расширения, реструктуризации, ликвидности (в российской практике используется термин этап «выхода»).

Значение, которое придается в экономической теории и практике венчурному финансированию и венчурному предпринимательству обусловлено их ролью в обеспечении динамичного развития экономики, достижении наиболее прогрессивной стадии конкурентоспособности фирм и страны в целом – конкурентоспособности на основе инноваций, доказательством чему служат примеры известнейших фирм, использовавших на первых стадиях своего развития механизмы венчурного финансирования: Microsoft, Intel, Apple Computers, Cisco Systems, Fairchild Semiconductors, Genentech, Blue Rhino, Amazon.com.

В России точкой отсчета развития венчурного финансирования считают создание в 1993-94 гг. Европейским банком реконструкции и развития и Международной финансовой корпорацией сети региональных венчурных фондов.

Однако практика их функционирования оценивается как неэффективная, прежде всего, потому, что вложения фондов были направлены в развитие традиционных для российской экономики, а не наукоемких отраслей. В частности, с 1994 по 1999 г. вложения фондов в российские компании составили около 91 млн. долл., что не превышает 30% от их суммарного венчурного капитала. Инвестиции получили 46 компаний, в составе которых предприятия, работающие в сфере переработки древесины, пищевой промышленности, оптовой торговли, производстве стройматериалов [2].

К объективным причинам, обусловившим неэффективность венчурного финансирования на первом этапе его развития в России, следует отнести отсутствие нормативной базы и венчурной инфраструктуры. Кроме того, есть причины и иного характера. «Многие из венчурных фондов, основанных ЕБРР, провалились вследствие отсутствия в российском предпринимательстве элементарной культуры венчурного инвестирования», – отмечает Кендрик Уайт, эксперт в области корпоративного финансирования, в 1998-2005 гг.

руководивший региональным венчурным фондом «Qudriga Central Russia», – и только отдельные фонды оказались успешными [3]. Действительно, для российского рынка не характерно строгое соблюдение общепринятых норм законодательства, защищающего права интеллектуальной собственности, как и наличие достаточной и достоверной рыночной информации.

Во второй половине 90-х намечается переход ко второму этапу развития венчурного финансирования в Российской экономике, положившему начало формированию нормативно-правовой базы и инфраструктуры венчурного инвестирования. Появляются первые российские фонды, общее количество венчурных фондов в России к 1997 году, по разным оценкам – от 26 [4] до 37 [5].

В 1997 г. основана Российская Ассоциация Венчурного инвестирования (РАВИ), миссия которой состоит в содействии становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций, а в число основных задач включены: формирование политического и предпринимательского климата, благоприятного для инвестиционной деятельности, информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского рынка прямых и венчурных инвестиций, подготовка управленческих кадров для венчурного предпринимательства.

Число участников РАВИ к ноябрю 2012 года составляет 55 организаций (28 полных и 27 ассоциированных), среди которых Европейский Банк Реконструкции и развития, Фонд «Сколково», ОАО «РОСНАНО».

Роль этой организации в становлении инфраструктуры венчурного бизнеса в России характеризует следующее высказывание Главы департамента Европейской Экономической комиссии ООН Jose Palacin: «Российская ассоциация венчурного инвестирования внесла огромный вклад в решение задачи, направленной на распространение передовых методов и повышение уровня профессиональных стандартов среди участников российской индустрии венчурного капитала... Европейская Экономическая Комиссия ООН использует опыт РАВИ при наращивании активности в других странах СНГ» [6].

Однако в 1998 году прогресс в развитии венчурного инвестирования приостановлен финансовым кризисом: с 1998 по 2000 гг. деятельность прекратили 10 венчурных фондов, инвестиции этих фондов по проектам были прекращены.

С 1999 года серьезную поддержку становлению венчурного механизма оказывает государство. Постановлением Правительства РФ от 31.12.1999 № 1460 «О комплексе мер по развитию и государственной поддержке малых предприятий в сфере материального производства и содействию их инновационной деятельности» предусмотрены мероприятия по созданию финансовых институтов венчурного инвестирования малых предприятий.

Принято постановление Правительства от 13 октября 1999 г. № 1156 «Об утверждении порядка образования и использования внебюджетных фондов федеральных органов исполнительной власти и коммерческих организаций для финансирования научных исследований и экспериментальных разработок». В 2000 году создан Венчурный инновационный фонд (распоряжение

Правительства № 362-р от 10.03.2000 г.), основной целью деятельности которого является формирование организационной структуры системы венчурного инвестирования.

С 2000 года РАВИ проводит ежегодные Российские венчурные ярмарки (24 сентября 2012 года в Иркутске завершила работу XIII Российская ярмарка), на которых осуществляются презентации инновационных компаний, заинтересованных в привлечении инвестиций, причем результативность ярмарок является достаточно высокой – капитал для развития бизнеса привлекают 13% компаний-участниц [5].

В результате к концу 2005 года объем капитала фондов прямого и венчурного инвестирования достигает 5 млрд. долл., а количество действующих фондов – 79. При этом крупнейшим сектором экономики, привлекающим венчурные инвестиции, являются компании ИТ-отраслей.

С 2005 года начинается новый этап развития венчурного финансирования в России – на основе механизма частно-государственного партнерства, содержанием которого является осуществление программ создания венчурных фондов и обеспечение финансирования инвестиций по всем стадиям венчурного цикла.

Таким образом, к настоящему времени можно говорить о решении части проблем, препятствовавших развитию венчурного финансирования в России. Так, деятельность Российской Ассоциации венчурного финансирования, Российской венчурной компании, «фонда фондов», и корпорации ОАО «РОСНАНО» во многом обеспечили становление венчурной инфраструктуры в отечественной экономике.

Вряд ли можно сегодня согласиться и с утверждением об отсутствии нормативно-правовой базы. Специальное законодательство, регулирующее венчурное финансирование и венчурный бизнес, в России действительно практически отсутствует. Однако это не противоречит мировой практике, напротив, основу правового регулирования венчурных инвестиций в большинстве стран мира составляет законодательство в сфере инвестиционной деятельности, и принятие отдельного нормативного документа, регламентирующего венчурное инвестирование, является скорее исключением. В этой связи Каржаув А.Т. и Фоломьев, А.Н. приводят пример Венгрии (Закон ХХХIV от 1998 года «О рискованных вложениях капитала, обществах рискованного капитала, а также фондах рискованного капитала»), указывая одновременно на тот факт, что эффективность этого нормативного документа оценивается крайне низко: «в Венгрии вследствие крайне усложненной регламентации и избыточной императивности данного закона был учрежден всего один венчурный фонд». [7, с. 239].

Поэтому в качестве нормативно-правовой базы в области венчурного финансирования можно рассматривать четыре категории документов:

1. Инвестиционное законодательство. Венчурное финансирование, по сути, представляет собой инвестиции и, следовательно, регламентируется блоком законодательных норм в области инвестиционной деятельности (рис. 1).

Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» № 39-ФЗ от 25.02.1999 г. (ред. от 12.12.2011) Определяет понятия инвестиций и инвестиционной деятельности, создает правовые и экономические основы инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, формы и методы её государственного регулирования, устанавливает гарантии защиты прав и интересов и имущества субъектов инвестиционной деятельности	
Приказ ФСФР РФ «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» № 10-79/пз-н от 28.12.2010 (ред. от 31.05.2011) Определяет категории фондов (в числе которых фонд венчурных инвестиций), требования к организационно-правовой форме, составу активов и их структурным характеристикам в зависимости от категории фонда	Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ от 29.11.2001 г. (ред. от 28.07.2012) Закреплено понятие паевого инвестиционного фонда (ПИФ), определено содержание договора доверительного управления, особенности управления активами венчурных закрытых ПИФ
Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.1994 г. (ред. от 28.07.2012) Создает правовые основы эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг	Федеральный закон «Об инвестиционном товариществе» № 335-ФЗ от 28.11.2011 Направлен на создание правовых условий для привлечения инвестиций в экономику Российской Федерации и реализации инвестиционных проектов, определяет порядок заключения договора об инвестиционном товариществе, реализации прав и обязанностей его участников

Рис. 1. Обзор нормативно-правовой базы в сфере венчурного финансирования: инвестиционное законодательство

2. Законодательство об инновационной деятельности. Венчурные инвестиции осуществляются не в любые инвестиционные проекты, а только в те из них, которые относятся к разработкам в области науки и техники, предполагают созданий новаций (новшеств) (рис. 2).

Федеральный закон «О науке и государственной научно-технической политике» № 127-ФЗ от 23.08.1996 г. (ред. от 28.07.2012) Определены понятия научной деятельности и инноваций, даны правовые основы регулирования отношений между её субъектами, государством, потребителями продукции, установлены цели и принципы государственной политики в области развития науки и технологий, государственной поддержки инновационной деятельности	Основы политики РФ в области развития науки и технологий на период до 2010 г. и дальнейшую перспективу (письмо президента РФ № Пр-576 от 30.03.2002 г.) Определены важнейшие направления государственной политики в области развития науки и технология, цели и пути их реализации, система экономических мер стимулирования научной и научно-технической деятельности
Распоряжение Правительства РФ «О государственной программе «Создание в РФ технопарков в сфере высоких технологий» № 328-р от 10.03.2006 (ред. от 27.12.2010) Программа направлена на поддержку российских производителей высокотехнологичной продукции и услуг, создание технопарков в РФ	«Рекомендации по обеспечению координации программ, реализуемых по государственной поддержке субъектов малого и среднего предпринимательства, по содействию самозанятости безработных граждан, по поддержке малых форм хозяйствования на селе и по поддержке малых форм инновационного предпринимательства» Определяют приоритетные направления поддержки субъектов малого инновационного предпринимательства, условия предоставления грантов и субсидий, программы поддержки малого и среднего предпринимательства в научной и образовательной сферах («УМНИК», «СТАРТ», «Развитие»)
«Стратегия развития науки и инноваций в РФ на период до 2015 года» Направлена на формирование эффективной инновационной системы,	Распоряжение Правительства РФ «Об утверждении Стратегии инновационного развития РФ на период до 2020 года» № 2227-р от 08.12.2011 Документ носит программный характер, определяет цели, приоритеты и инструменты государственной инновационной

обеспечение технологической модернизации экономики и повышение ее конкурентоспособности на основе передовых технологий. Установлены: целевые индикаторы, перечень целевых программ и основных мероприятий реализации стратегии. Определены суммы и источники финансирования	политики, обозначает основные инновационные риски, воздействующие на экономику России, оценивает итоги реализации Стратегий и Программ инновационного развития страны. Устанавливает целевые значения показателей инновационного развития страны, варианты инновационного развития и этапы реализации стратегии, содержание национальной инновационной политики, приоритетные направления стимулирования и поддержки инновационной деятельности, развития частно-государственного партнерства и совершенствования инновационной инфраструктуры
---	--

Рис. 2. Обзор нормативно-правовой базы в сфере венчурного финансирования: законодательство об инновационной деятельности

3. Законодательство об интеллектуальной собственности. Необходимость решения вопросов правовой защиты интеллектуальной собственности обусловлена целевым характером венчурного инвестирования, его направленностью в инновационные продукты, представляющие собой результаты интеллектуальной деятельности. Ключевым документом законодательства об интеллектуальной собственности, безусловно, является Гражданский Кодекс Российской Федерации, часть IV, № 230-ФЗ от 18.12.2006 г. (ред. от 08.12.2011), который определяет общие понятия в области интеллектуальной собственности (ИС), устанавливает правовые режимы охраны ИС, момент возникновения и способы передачи исключительного права на объект ИС.

Кроме того, при решении вопросов об охране результатов интеллектуальной деятельности, имеющих служебный характер, выплате авторских вознаграждений, используются положения Трудового Кодекса РФ № 197-ФЗ от 30.12.2001 г. (ред. от 12.11.2012).

4. Хозяйственное законодательство, регламентирующее вопросы организации и управления предприятиями. Высокая степень риска, свойственная инновационным проектам, требует согласования интересов предпринимателей-инноваторов и инвесторов, наличия необходимых юридических норм и экономических условий, обеспечивающих их паритет (рис. 3).

Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995г. (ред. от 28.07.2012) Позволяет сформировать эффективную правовую форму инновационного предприятия и обеспечить защиту имущественных интересов собственников и внешних инвесторов, решает вопросы формирования структуры акционерного капитала и управления, в том числе с учетом специфики АО, действующих в венчурной сфере посредством заключения акционерных соглашений	Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» № 14-ФЗ от 08.12.1998 г. (ред. от 06.12.2011) Позволяет сформировать эффективную правовую форму инновационного предприятия и обеспечить защиту имущественных интересов собственников и внешних инвесторов	
Федеральный закон «О развитии малого и среднего предпринимательства в РФ» № 209-ФЗ от 24.07.2007 г. (ред. от 06.12.2011) Устанавливает критерии отнесения предприятий к субъектам малого предпринимательства, содержит	Федеральный закон «Об инновационном центре «Сколково» № 244-ФЗ от 28.09.2010 (ред. от 10.07.2012) Формирует правовые основы создания и обеспечения	Федеральный закон «О хозяйственных партнерствах» № 380-ФЗ от 03.12.2011 Расширяет состав организационно-

рекомендуемый перечень мер поддержки малого и среднего предпринимательства в области инноваций	функционирования территориально обособленного инновационного комплекса	правовых форм инновационного предпринимательства
Налоговый Кодекс РФ, часть II № 117-ФЗ от 05.08.2000 (ред. от 02.10.2012 г.) Устанавливает льготы по НДС, налогам на прибыль, на имущество организаций, земельному налогу, применению специальных налоговых режимов	«Основные направления налоговой политики РФ на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов» Оценивает итоги реализации мер налогового стимулирования инновационной деятельности, раскрывает направления их развития	Федеральный закон «Об особых экономических зонах в РФ» № 116-ФЗ от 26.07.2005 г. (ред. от 06.12.2011) Устанавливает льготы по НДС, налогам на прибыль, на имущество организаций, земельному налогу, применению специальных налоговых режимов, таможенному оформлению и таможенным платежам

Рис. 3. Обзор нормативно-правовой базы в сфере венчурного финансирования: хозяйственное законодательство

Если рассматривать вопросы правового регулирования венчурного предпринимательства с таких позиций, следует признать, что в настоящее время в этой области сформирована нормативная база, которая, хотя и требует совершенствования, но является достаточно обширной и в целом обеспечивает юридическую основу для практической реализации венчурных инвестиций.

Становление венчурной инфраструктуры, развитие законодательной базы, деятельность РАВИ, ОАО «РВК», совместные усилия государства и частного бизнеса обусловили впечатляющую динамику показателей венчурного финансирования (табл. 1) [5].

Табл. 1. Динамика показателей венчурного инвестирования в России

Показатели	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Совокупный объем венчурного капитала, млрд. долл.	6,28	10,26	14,33	15,20	16,80	20,1
Число действующих фондов	98	130	155	162	170	174
Общая сумма инвестиций, осуществленных в российские компании	652,92	1017,53	1472,41	507,90	2513,84	3077,82
Общее число профинансированных компаний	65	85	120	69	128	135

Приведенные показатели убедительно свидетельствуют о весьма быстром росте количественных и стоимостных показателей. Однако, рассматривая динамику инвестиций, необходимо дать оценку и её качественным характеристикам, в частности, распределению инвестиций по отраслям и стадиям венчурного цикла. Наибольшее значение для повышения инновационной активности имеет финансирование ранних стадий, когда инновационный риск наиболее высок, а финансовые возможности инноватора

минимальны. С 2006 по 2011 г. число компаний, проинвестированных на ранних стадиях, устойчиво растет (рис. 4), однако по объемам финансирования лидируют поздние стадии (рис. 5) [рассчитано по данным 5].



Рис. 4. Число проинвестированных компаний по стадиям венчурного цикла



Рис. 5. Объемы инвестиций по стадиям венчурного цикла

Отраслевая структура инвестиций характеризуется следующими данными: по итогам 2011 года наибольшее число инвестиций привлечено компаниями потребительского сектора – 50%, причем это отрасли лидируют традиционно (так, в 2006 году их доля составляла 26,5%, в 2007 и 2009 гг. – более 47%). На

втором месте по итогам 2011 года находится сектор информационно-коммуникационных технологий (18%), на третьем – производство машин и оборудования – 16%.

При этом если рассматривать отраслевую структуру инвестиций по стадиям венчурного цикла, обнаруживаются другие пропорции. Так, инвестиции на ранних, венчурных стадиях в 2011 году распределились следующим образом: информационно-коммуникационные технологии 64%, финансовые услуги 10%, производство химических материалов 5%.

Подобные различия говорят о том, что наибольшего практического успеха добиваются компании, действующие в традиционных, а не в высокотехнологичных отраслях, и далеко не все инвестиции, зафиксированные как венчурные, действительно направлены в инновационные проекты. Таким образом, несмотря на очевидные успехи, реализация механизма венчурного финансирования в российской экономике по-прежнему сопряжена с рядом проблем, в числе которых ключевыми сегодня можно считать отраслевые диспропорции, недостаточный объем финансирования инвестиций на ранних стадиях венчурного цикла, слабую степень защиты прав интеллектуальной собственности, дефицит квалифицированных кадров. Поиск способов преодоления этих и других препятствий развитию процессов финансирования и реализации инноваций становится важным условием становления инновационной экономики в России.

Список литературы:

1. Инновационный менеджмент: Концепции, многоуровневые стратегии и механизмы инновационного развития: Учеб. пособие / Под ред. В.М. Аньшина, А.А. Дагаева. – 3-е изд., перераб., доп. – М.: Дело, 2007. – 584 с.
2. Алипов, С., Самохин, В. Зарубежный венчурный капитал в России. Аналитический обзор // РЦБ. Архив 1998/2004. – URL: <http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=226> (дата обращения 11.11.2012)
3. Уайт, К. Формирование венчурных фондов в России // AngelInvestor & venture capital magazine. – URL: <http://www.theangelinvestor.ru/article> (дата обращения 11.11.2012)
4. Гулькин, П. Венчурный капитал URL: <http://www.cfin.ru/investor/venture-history.shtml> (дата обращения 12.11.2012)
5. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>(дата обращения 12.11.2012)
6. URL: <http://www.rvca.ru/rus/15-years/>(дата обращения 12.11.2012)
7. Каржаув, А.Т., Фоломьев, А.Н. Национальная система венчурного инвестирования. – М., 2005. - 240 с.



THE DEVELOPMENT OF VENTURE FINANCING MECHANISMS IN RUSSIA

Panyagina Asya Evgenyevna

Murom Institute (branch) of Vladimir State University name after Aleksandr Grigorevich and
Nikolay Grigorevich Stoletovs

Abstract. The work deals with the role of venture financing as an economic mechanism, which contributes to the development of innovative activities and enables to minimize the risk of certain investors. The work gives an overview of the basic stages in the development of venture financing mechanisms in Russia.

Key words: innovation, risks, venture financing, venture funds, the dynamics of venture investments.