**Проблемы и перспективы развития венчурного инвестирования**

**2014**

Содержание

Введение

. Венчурное инвестирование как концепция финансирования инновационных предприятий

.1 Венчурный капитал как источник финансирования инновационных проектов

.2 Организационно-экономическое и нормативное обеспечение венчурного инвестирования

.3 Методы оценки эффективности венчурных инвестиций

. Современное состояние и проблемы управления развитием венчурного инвестирования в России

.1 Динамика и механизмы развития венчурного инвестирования в России

.2 Анализ зарубежного опыта использования высокорисковых инвестиций в развитии инновационной деятельности

.3 Проблемы управления развитием венчурного инвестирования в России

. Перспективы развития венчурного инвестирования в России

.1 Совершенствование механизма государственной поддержки венчурного инвестирования

.2 Рекомендации по формированию инфраструктуры, поддерживающей венчурную деятельность

.3 Пути совершенствования оценки и управления венчурными инновационными рисками

Заключение

Список литературы

Приложения

**Вернуться в каталог готовых дипломов и магистерских диссертаций –**

[**http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml**](http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml)Введение

Развитие индустрии венчурного капитала и прямого инвестирования в России является одним из приоритетных направлений государственной Инновационной политики и необходимым условием активизации инновационной деятельности и повышения конкурентоспособности отечественной промышленности.

Достоинства венчурного инвестирования как источника финансирования в сфере малого и среднего инновационного бизнеса очевидны: динамично развивающееся предприятие может получить венчурные инвестиции тогда, когда иные финансовые источники воздерживаются от рискованных вложений.

Венчурные инвестиции являются одним из важнейших факторов развития глобальной экономики. Революционное изменение каналов коммуникаций, информационных потоков, принципов ведения бизнеса в мировом масштабе и взаимодействия с потребителями, произошедшее за последние десятилетия, было бы невозможным без прорывных инноваций. В свою очередь, инновации стали результатом усилий предпринимателей и государства в области прогнозирования направлений научно-технического прогресса и определения оптимальных путей достижения поставленных целей.

Как правило, венчурный капитал играет важнейшую роль в коммерциализации компаний на ранних стадиях, а его дополнение государственными грантами только увеличивает шансы на успех. Этот вопрос актуален и для предприятий, находящихся на других стадиях развития.

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)  [Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)  [Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |

Еще несколько лет назад сегмент венчурного инвестирования в России практически отсутствовал. Но сегодня многое изменилось. Комплексные усилия государства и институтов развития, а также представителей делового сообщества, науки и сферы образования по созданию национальной индустрии венчурного инвестирования в РФ стали давать ощутимые результаты.

За последние три года российский венчурный рынок вырос в несколько раз. Но главное, благодаря существенному повышению активности частных инвесторов российская индустрия венчурного инвестирования уже не зависит от одного единственного источника финансирования - государства. Разумеется, как и любой другой молодой рынок, российская индустрия венчурного инвестирования нуждается в дальнейшем развитии. Однако это не мешает утверждать: рынок венчурного инвестирования в России создан и становится все более привлекательным для инвесторов, в том числе зарубежных.

Степень разработанности изучаемых проблем. Теории и проблемы венчурного инвестирования рассматривались в работах М. Аоки, С. Кортума, Р. Ланглуи, Д. Лернера, М. Пюри, П. Робертсона, Т. Хеллманна; Ю.П. Аммосова, А.В. Власова, Гулькина П., Гамаюнова Б., А.И. Каширина, Е. Рузавиной, А.Н. Фоломьева, Н.М. Фонштейна.

Объектом исследования является процесс развития венчурного инвестирования в современной экономике РФ.

Предметом исследования являются проблемы и перспективы развития венчурного инвестирования.

Целью диссертационной работы является научная разработка и обоснование концептуальных подходов к венчурному инвестированию в условиях современной экономики и методических рекомендаций по развитию системы управления этим инвестированием.

Для реализации поставленной цели предусмотрено решить следующие основные задачи:

определить сущность венчурного капитала как источника финансирования инновационных проектов;

рассмотреть организационно-экономическое и нормативное обеспечение венчурного инвестирования;

дать характеристику методов оценки эффективности венчурных инвестиций;

провести анализ динамики и механизмов развития венчурного инвестирования в России;

обобщить и проанализировать зарубежный опыт использования высокорисковых инвестиций в развитии инновационной деятельности;

выявить проблемы управления развитием венчурного инвестирования в России;

предложить пути совершенствования механизма государственной поддержки венчурного инвестирования;

разработать рекомендации по формированию инфраструктуры, поддерживающей венчурную деятельность;

определить пути совершенствования оценки и управления венчурными инновационными рисками.

Теоретической и методологической основой исследования стали труды отечественных и зарубежных специалистов в области системного анализа, экономической теории, менеджмента, устойчивого развития социально-экономических систем. Автором использовались в диссертационной работе комплексный подход, экспертные оценки, системный и логический анализ, методы синтеза и научной абстракции, статистический анализ, прогнозирование и моделирование инновационных тенденций в развитии мировой экономики, процессный и ситуационный анализ и другие.

Информационной и эмпирической базой исследования стали данные статистической отчетности Федеральной службы государственной статистики, данные научно-практических конференций, а также материалы, полученные лично автором.

Теоретическое значение проведенного диссертационного исследования заключается в том, что автором выдвинуты и обоснованы положения по развитию системы венчурного инвестирования деятельности хозяйствующих субъектов; выявлены основные проблемы управления инвестиционной деятельностью и разработаны рекомендации по совершенствованию инструментов, стимулирующих инновационное предпринимательство в российской экономике.

Научную новизну представляют следующие результаты диссертационного исследования:

определена роль венчурного финансирования, во всем многообразии направлений финансирования инновационных проектов;

определены основные признаки «венчурного капитала», «венчурного финансирование», «венчурного инвестора», «бизнес-ангела» и выявлены отличия между ними;

выявлены общие черты венчурного финансирования и его отличительные особенности, характерные для развивающегося рынка РФ, позволяющие определить области, требующие дальнейшего совершенствования;

обобщен и проанализирован зарубежных опыт использования высокорисковых инвестиций в развитии инновационной деятельности;

выявлены проблемы венчурного инвестирования в РФ, требующие скорейшего разрешения, к которым отнесены: отсутствие в российском законодательстве адекватного регулирования венчурных инвестиций; недостаточный объем грантовой поддержки инноваторов на ранних (предпосевных) стадиях; существенные барьеры при проведении международных операций инновационными стартапами;

разработаны методы решения основных проблем венчурного инвестирования в РФ, включающие меры по стимулированию венчурного инвестирования со стороны государства; функции институтов развития и их роль в содействии венчурному инвестированию, методы управления рисков венчурных инвестиций (страхование, самострахование, разделение ответственности).

Практическая значимость диссертационного исследования определяется возможностью использовать полученные выводы и рекомендации по развитию венчурного инвестирования инновационной деятельности хозяйствующих субъектов, снижению административных барьеров и оптимизации организационных структур, осуществляющих инновационные подходы в развитии экономики.

Диссертационная работа состоит из трех глав, введения, заключения, списка литературы, приложений.

## 1. Венчурное инвестирование как концепция финансирования инновационных предприятий

.1 Венчурный капитал как источник финансирования инновационных проектов

Финансирование инновационной активности хозяйствующих субъектов в условиях роста конкурентной борьбы в процессе глобализации и модернизации экономических систем все более оптимизируется венчурным капиталом.

Венчурный капитал, как один из источников финансирования развития компаний с высоким показателем добавленной стоимости, является неотъемлемой частью управления корпоративными финансами. Эффективно работающая индустрия венчурного капитала способна обеспечить инвестициями наиболее динамично развивающиеся инновационные предприятия, способствуя, таким образом, повышению конкурентоспособности национальной экономики.

В глоссарии венчурного предпринимательства, изданного Российской Ассоциацией Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ), это определение дополнено указанием на то, что венчур используется для проведения научно-исследовательских, опытно-конструкторских работ, приобретения новых компаний, увеличения оборотного капитала, улучшения структуры баланса.

Изначальный смысл понятия «венчурный капитал» был тесно связан с этимологическим значением слова «венчур» (англ. venture), которое, с одной стороны, означает предприятие, а с другой - риск. Исследование основных теоретико-методологических подходов к определению категории капитала, выделение основных его характеристик, рассмотрение видов капитала в их взаимосвязи показали многогранность и сложность понятия «венчурный капитал», что в принципе исключает его общепринятое толкование. На основе проведенного анализа существующих определений понятия «венчурный капитал» представляется возможным выделить два основных подхода: американский и европейский.

Американскую трактовку понятия «венчурный капитал» можно назвать узкой. В США под венчурным капиталом понимается только то, что действует на ранних этапах становления высокотехнологической компании. Национальная Ассоциация венчурного капитала США (NVCA) определила «венчурный капитал» как капитал, обеспеченный профессионалами в данной области, которые оказывают поддержку по линии менеджмента молодым, быстро развивающимся компаниям, имеющим значительный потенциал конкурентоспособного развития. С точки зрения американского экономиста, управляющего «NGC investment» Дж. Нихтерлейна (J.Nuechterlein), венчурный капитал представляет собой финансирование компании на ранних стадиях в отличие от приобретения контрольного пакета акций компании или ее диверсификации. Согласно американскому подходу сделки типа MBO/MBI (management buy-out - выкуп внешними управляющими, management buy-in - выкуп внутренними управляющими) в состав венчурного капитала входить не должны. Венчурный капитал понимается как разновидность прямого инвестирования.

Европейская трактовка венчурного капитала является расширенной. В Европе в данное понятие включаются все виды и типы акционерных инвестиций во все этапы развития малых и средних компаний, использующих высокие технологии и не котирующихся на фондовом рынке. В Европе венчурные инвестиции включают нетрадиционные сделки типа выкупа акций с использованием кредитных ресурсов, инвестиции в компании, находящиеся в неудовлетворительном финансовом положении (далее - проблемные компании), и первоначальные публичные размещения ценных бумаг (IРО). Благодаря столь широкому определению венчурные инвестиции в Европе иногда даже отождествляют с инвестициями частного капитала, которые представляют любые капиталовложения в частные закрытые компании. В США сделки с использованием кредита, инвестиции в проблемные компании и в IРО принято относить к сектору не венчурных капиталовложений. Однако утверждения американских специалистов о том, что заинтересованность управляющих венчурными фондами в работе с развитыми компаниями связана лишь со снижением общего риска инвестиций не совсем корректны. Элемент повышенного риска сохраняется и при работе с развитыми компаниями, поскольку в большинстве случаев он связан с нововведениями организационно-управленческого плана.

Формирование венчурного капитала началось в послевоенные годы в США, а теория и практика в общих чертах сложились в 60-е годы ХХ в. Появление и развитие такой крупной технологической компании, как Hewlett-Packard (основана в 1938 г.), первой компании в области микроэлектроники - Intel (1964 г.) стало возможным во многом благодаря венчурному капиталу.

Сам термин «венчурный» (от англ. venture - рискованное предприятие или начинание) подчёркивает рисковый характер вложений, связанных преимущественно с инновационной деятельностью. Позже американскую модель заимствовали и адаптировали Западная Европа и азиатские страны. Началу развития венчурной индустрии в России способствовал саммит стран «Большой семёрки» и Европейского Союза, проходивший в Токио в 1993 году. Участники встречи договорились выделить России средства на развитие венчурных проектов под эгидой ЕБРР.

Различие между венчурными и остальными внебиржевыми (прямыми) инвестициями в Уставной капитал проходит по признаку наличия или отсутствия стратегического участия в реализации проекта. Венчурный инвестор с целью уменьшения риска нецелевого использования инвестиций в качестве обязательного условия внебиржевого (прямого) финансирования в большинстве случаев требует вхождения одного или нескольких своих представителей в состав Совета директоров реализующего проект предприятия. Таким образом, специфическая «ниша» венчурного финансирования - это внебиржевые (прямые) инвестиции в уставный капитал с уменьшенным в результате вхождения представителей инвестора в Совет директоров предприятия, реализующего проект, уровнем риска.

Главная особенность прямых и венчурных инвестиций по сравнению с другими инвестиционными секторами состоит в том, что прибыль образуется благодаря росту капитализации компании за время совместной «жизни» с инвестором, который предоставляет не только необходимые денежные средства, но и помощь в процессе создания, развития и управления бизнесом, продвижения продукции. Это так называемый принцип Smart Money. Помощь инвестора может заключаться в:

выработке управленческих решений;

приглашении в компанию известных специалистов в качестве сотрудников или консультантов;

передаче опыта;

помощи в сбыте продукции и т.п.;

создании бренда компании (известный инвестиционный фонд и сам может выступать в качестве бренда).

Рынок венчурного капитала функционирует циклично. Его высокорисковая природа выражается очень чётко и в период бума, и во время кризиса. Венчурный капитал объединяет финансовые, интеллектуальные ресурсы, а также предполагает наличие механизма управления инновационным риском. Его существование вызвано объективными требованиями общества в создании и коммерциализации новшеств.

Классическая и современная экономика выделяют конституирующие свойства категории «капитал». Это позволяет раскрыть сущность венчурного капитала в широком понимании. Такой подход не ограничивается исследованием элементов инвестиций, риска и прибыли. С этой точки зрения венчурный капитал представляет собой сложный экономический и организационный механизм, позволяющий на основе взаимного учёта экономических интересов участников процесса создавать новые виды деятельности и продукции, что способствует эффективному развитию национальной экономики.

Венчурный капитал, безусловно, обладает важным признаком, присущим капиталу вообще - самовозрастающей стоимостью. Его также можно представить как кругооборот, движение. При этом венчурный капитал включает в себя не только финансовые средства, вложенные в инновационную компанию, но и интеллектуальные «инвестиции»: знания, опыт, ноу-хау в области маркетинговых стратегий, управления и производства. Сегодня интеллектуальный капитал играет определяющую роль в достижении конкурентных преимуществ и обеспечении качественных параметров экономического роста. В процессе решения той или иной проблемы формы капитала могут комбинироваться.

Особой функцией венчурного инвестирования является инновационная, поскольку он осуществляет мотивационное воздействие на интеллектуальный труд в производственном процессе, несмотря на высокую степень риска. При этом жизненный цикл венчурного капитала на всех этапах требует единого информационного поля, управления и контроля со стороны инвестора. В этом состоит его отличительная особенность от финансового капитала, поскольку инвестиционная деятельность в данном случае связана с интенсивным использованием человеческого капитала, управленческой деятельности и маркетинга. В зависимости от этапа жизненного цикла инновационной компании, выделяют различные источники инвестирования (рис. 1.1), которые различаются в зависимости от осуществления этапов от посевной стадии до стадий IPO (первая публичная продажа акций) и роста бизнеса.

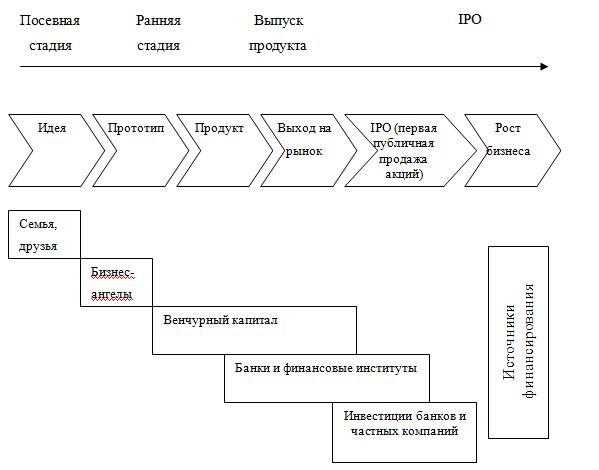


Рис. 1.1. Источники финансирования инновационных проектов в зависимости от этапа жизненного цикла компании

Можно представить сущность венчурного капитала как интеграцию финансового и интеллектуального. Цель такой интеграции - активизация инновационной деятельности, сочетающей высокие риски со сверхвысокой доходностью вложенных средств.

Таким образом, важнейшей функцией венчурного капитала является интеграция человеческих и финансовых ресурсов с целью повышения эффективности и результативности в деятельности экономической системы.

В развитых странах одним из механизмов управления инновационного сектора стало венчурное инвестирование компаний, которое позволяет обеспечить результативность при внедрении в хозяйственную деятельность достижений экономики знаний (рис. 1.2). Венчурный капитал повышает эффективность системы управления инновационной деятельностью на всех уровнях мировой экономики.

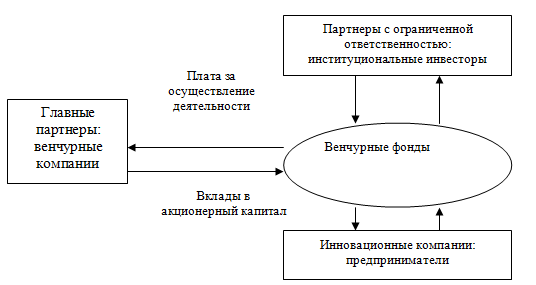


Рис. 1.2. Схема взаимодействия субъектов венчурного капитала

Для развитых стран система венчурного инвестирования характеризуется высокой степенью сбалансированности и институциональной поддержкой со стороны государственных и региональных органов управления. Развитие институциональных основ венчурного инвестирования способствовало формированию и реализации международной системы распределения финансовых потоков в наиболее перспективные с точки зрения инвесторов сегменты хозяйственной деятельности, об этом свидетельствует создание венчурных фондов с международным участием в большинстве развивающихся стран.

По оценкам экспертов более 60% нововведений осуществлено в развитых странах за счет венчурного инвестирования, причем, поддерживаемые таким образом компании обеспечивают около 20% высококвалифицированных рабочих мест. В инновационных системах национальных экономик особое место отведено венчурной индустрии, позволяющей оптимизировать распределение финансовых потоков и повысить эффективность управления.

Говоря о венчурном капитале, необходимо оценить динамику противоречий инновационного процесса. Венчурный капитал развивается, разрешая противоречия в отношениях его субъектов. Экономические отношения, которые складываются вокруг финансирования инновационной деятельности, представляют собой среду венчурного капитала. Ведущая роль принадлежит участникам венчурного финансирования: компаниям-реципиентам (венчурные фирмы), венчурным инвесторам, венчурным профессионалам.

Освоение рынков технологической продукции - процесс длительный. Но скорость обновления путей реализации инноваций по возможности должна быть достаточно быстрой, где, в свою очередь, предъявляются высокие требования к компетенции, опыту и «образу мыслей» предпринимателей.

В мировой практике венчурное финансирование ориентировано как на высокотехнологичные отрасли, так и на основные отрасли и сектора экономики. В большинстве случаев возможности финансирования инновационной деятельности изыскиваются за счет: собственных средств, средств отдельных крупных инвесторов, вкладываемых напрямую в производство, средств членов своих семей, федеральных программ финансирования инновационной деятельности. Но основным направлением венчурного капитала является финансирование из специальных венчурных фондов.

Корпоративные венчурные инвестиции - один из инструментов инновационного развития корпораций, продуктов и рынков, связанный с вложениями инвестиций корпорациями во внешние стартап-проекты (в отличие от корпоративного венчуринга, когда компания вкладывается во внутренние проекты). КВФ, кроме цели получения прибыли, преследуют еще и значимые для материнской компании стратегические цели, которые должны давать синергетический эффект в будущем и способствовать лидерству на мировом рынке по уровню технологического развития.

В настоящее время в России сформированы и начали свое функционирование такие направления поддержки инновационного бизнеса, как: действие специализированных российских и зарубежных фондов; реализация программ поддержки венчурного капитала; функционирование государственного фонда, реализующего финансовую поддержку малым инновационным предприятиям на возвратной основе; реализация программы Европейской Ассоциации венчурного капитала для стран бывшего Советского Союза; образование и функционирование Российской ассоциации венчурного инвестирования; работа на территории России международных институтов в области венчурного капитала.

Основные функции венчурного капитала в инновационном развитии экономики страны следующие:

«во-первых, венчурный капитал способствует созданию новых хозяйствующих субъектов рынка, которые своей деятельностью влияют на расстановку сил в среде научных исследований, что может привести к структурным изменениям ВВП страны. Например, именно благодаря поддержке венчурного капитала в последние десятилетия стали мировыми лидерами такие компании, как Apple Computer, Intel, Federal Express, Dec, Microsoft и др.;

во-вторых, поддерживая наиболее динамичные, обладающие высоким потенциалом расширения, развития и отдачи отрасли, венчурный капитал способствует как достижению данными компаниями конкурентоспособного уровня деятельности на внутреннем рынке, так и повышению конкурентоспособности экономики страны на международном уровне. Например, широкое мировое развитие отраслей биотехнологии, информационно-коммуникационной и пр.;

в-третьих, венчурный капитал способствует увеличению занятости высококвалифицированных специалистов, поддержке и развитию человеческого капитала, что, в свою очередь, делает обоснованной ставку на экономику знаний со стороны правительства страны. Так, в США 4 % фирм, наиболее быстро растущих, поддерживаемых венчурным капиталом, создают до 70 % всех новых рабочих мест;

в-четвертых, использование венчурного капитала способствует обновлению и модернизации традиционных отраслей экономики;

в-пятых, крупные интегрированные структуры и корпорации, стремясь к привлечению венчурного капитала, неизбежно совершенствуют свои принципы управления и организационные структуры;

в-шестых, среди функций венчурного капитала следует назвать создание специальной кредитно-финансовой системы в виде венчурного капитала».

В российских условиях целесообразно считать рисковым такое финансирование предприятий и тогда, когда оно осуществляется не только на ранних этапах развития предприятия, его инновационной деятельности, но и на стадиях инновационного расширения бизнеса, в процессе реструктуризации, трансформации, диверсификации и т.д.

Таким образом, трудно переоценить роль венчурного капитала в инновационном развитии страны. Венчурный капитал - это финансово-кредитная форма обеспечения инновационного взаимодействия реального и финансового секторов экономики, представляющая собой совокупность экономических отношений хозяйствующих субъектов по поводу формирования и использования финансовых средств и предпринимательских способностей специализированного инновационного инвестора, направляемых на реализацию инноваций с целью получения высокой прибыли или иного эффекта. Данное определение достаточно точно передает сущность и сложное содержание венчурного капитала.

Венчурный капитал нацелен на долгосрочное инвестирование инновационных фирм, инновационных разработок в области передовых технологий. Кроме того, он используется для расширения и модернизации традиционных отраслей и предприятий за счет рискового капитала. Венчурный капитал выступает источником финансирования различных инвестиций в инновационном процессе как в новые, технологичные, научно обоснованные образования в сфере бизнеса, так и в другие рыночные и финансовые структуры.

.2 Организационно-экономическое и нормативное обеспечение венчурного инвестирования

Финансовый механизм венчурного инвестирования представляет собой комбинированную институционально-экономическую систему, включающую в себя ресурсную, мобилизационную, инфраструктурную, информационную и нормативно-правовую составляющие, для характеристики процесса формирования финансового механизма венчурного инвестирования, необходимо использование комплексного подхода, отражающего его многокомпонентность.

На российском рынке венчурные деньги сейчас существуют в двух формах. Во-первых, это финансирование фондов (в основном начиная от стадии стартапа), которые не испытывают проблем с поиском проектов. У таких инвесторов есть имя и соответственно, высокий поток стартап-компаний желающих получить инвестиции.

Во-вторых, это инвестиции на «посевных» стадиях - на них специализируются в основном стартап-акселераторы. Они находят стоящие проекты, дают им деньги на разработку прототипа и тестирование бизнес-модели, а затем сами приводят к венчурным капиталистам. Каждый год во всем мире появляется множество молодых компаний с высоким потенциалом роста, основанном на инновационном продукте и стратегии извлечения прибыли из инноваций. Их принято называть стартап-компаниями или просто стартапами. Мировая статистика показывает, что выживаемость таких компаний относительно невелика - не более 25% стартапов доживает до своего трехлетнего возраста.

Под венчурными инвестициями понимаются сделки по приобретению фондом акций компании за денежные средства. При этом компания, акции которой приобретаются в ходе сделки, не должна находиться на поздних стадиях развития.

Цель венчурного финансирования - реализация инноваций, однако цели отдельных его субъектов различны. Так, венчурная фирма, обладающая инновационной идеей, стремится воплотить её в конкретном новшестве. Венчурному инвестору важно обеспечить долгосрочный высокий рост собственного капитала, и средством достижения этой цели служит реализация инновационных проектов.

В качестве венчурных инвесторов могут выступать крупные корпорации, страховые компании, пенсионные фонды, частные инвесторы («неформальный сектор»), предоставляющие финансовые ресурсы для рисковых проектов. Венчурные инвесторы «мыслят не в категориях изобретений, исследований и открытий, а в категориях бизнес-линий и роста».

Венчурная индустрия глубоко интегрирована в финансовую среду, промышленно-производственный сектор, национальную инновационную систему, зависит от нормативно-правового поля, уровня культуры корпоративного управления и предпринимательской активности.

Субъектный состав рынка венчурного капитала включает в себя: венчурные фонды - основная организационная структура института венчурного финансирования; специализированные венчурные компании и инновационные исследовательские фирмы; специальные подразделения коммерческих банков и нефинансовых промышленных корпораций; государство, которое принимает участие в венчурном финансировании как через венчурные фонды, так и через специальные государственные инвестиционные программы; иных участников.

Венчурные фонды - главный элемент венчурной инвестиционной деятельности, поэтому необходимо рассмотреть их правовое регулирование. По своей сущности венчурные фонды представляют собой особую форму инвестиционных фондов.

Согласно действующему законодательству Российской Федерации, венчурное финансирование осуществляется путем формирования венчурных фондов, создаваемых в двух формах:

фондов в рамках договора простого товарищества (регулируется нормами главы 55 Гражданского кодекса Российской Федерации о простом товариществе);

инвестиционного фонда (формирование и функционирование которых регламентируется Федеральным законом от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»).

Инвестиционный фонд, согласно ст. 1 Закона № 156-ФЗ, представляет собой находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления. Они могут быть двух видов - акционерными инвестиционными фондами и паевыми инвестиционными фондами.

Согласно п. 1 ст. 2 Закона № 156-ФЗ, акционерный инвестиционный фонд - открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные настоящим Федеральным законом, и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд». Деятельность АИФа должна быть лицензирована и закреплена в его уставе.

Имущество АИФа подразделяется на две категории:

-я - имущество, предназначенное для инвестирования (инвестиционные резервы);

-я - имущество, предназначенное для обеспечения деятельности органов управления и иных органов АИФа. Перечень имущества, в которое данные фонды инвестируют средства, содержится в инвестиционной декларации, вносить изменения в которую может общее собрание или совет директоров, если он уполномочен на это уставом фонда.

Инвестиционные резервы АИФа (активы АИФ) должны быть переданы в доверительное управление УК. АИФ может размещать только обыкновенные именные акции и только путем открытой подписки, за исключением случаев размещения акций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Другим видом инвестиционных фондов, существующих в России, являются паевые инвестиционные фонды.

Согласно п. 1 ст. 10 Закона № 156-ФЗ, паевой инвестиционный фонд - это обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление УК учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

Согласно п. 1 ст. 14 Закона № 156-ФЗ, инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее ПИФ. Инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой, он не имеет номинальной стоимости. Права, удостоверенные инвестиционным паем, фиксируются в бездокументарной форме, их учет осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев и, если это предусмотрено правилами доверительного управления ПИФом, на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре владельцев инвестиционных паев открываются лицевые счета номинальных держателей.

В отличие от АИФ, ПИФ не является юридическим лицом, и правовые отношения в связи с управлением фондом возникают между учредителями доверительного управления (пайщиками) и УК, выпускающей паи для привлечения денежных средств.

В зависимости от периода, в течение которого владелец инвестиционных паев имеет право требовать от УК погашения инвестиционных паев и прекращения договора доверительного управления ПИФом или частичного погашения инвестиционных паев, ПИФы делятся на: открытые (владелец паев имеет право требовать от УК погашения всех принадлежащих ему паев и прекращения тем самым договора ДУ ПИФом между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему паев); интервальные (владелец паев имеет право в течение срока, установленного правилами ДУ ПИФом, требовать от УК погашения всех принадлежащих ему паев и прекращения тем самым договора ДУ ПИФом между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему паев); закрытые (владелец паев не имеет права требовать от УК прекращения договора ДУ ПИФом до истечения срока его действия).

Имущество, составляющее ПИФ, обособляется от имущества: УК этого фонда; владельцев инвестиционных паев; имущества, составляющего иные паевые инвестиционные фонды, находящиеся в доверительном управлении этой УК; иного имущества, находящегося в доверительном управлении или по иным основаниям у указанной УК. Это имущество учитывается УК на отдельном балансе и по нему ведется самостоятельный учет.

Максимальный срок функционирования фонда (от даты завершения формирования до даты прекращения деятельности) составляет не более 15 лет. В среднем по стране этот срок соответствует 5-6 годам. За это время управляющая компания в соответствии со своей инвестиционной стратегией подбирает инновационные предприятия, потенциальный рост которых позволит им успешно пройти все необходимые этапы инвестиционного развития (от start up до «выхода»). Следовательно, важнейшей задачей УК венчурного ЗПИФ, связанной с управлением активами фонда, является поиск и выбор оптимальных вариантов среди возможных объектов венчурной инвестиционной деятельности.

С 1 января 2004 г. вступило в силу Постановление «Об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда», в котором определены объем, сроки, форма и порядок представления отчетности УК ПИФа. Следовательно, можно сделать вывод о том, что многосторонний контроль организаций, отвечающих за деятельность ПИФ, высокие требования к раскрытию информации, сложная процедура регистрации и создания фонда, высокие лицензионные требования к УК с целью защиты прав инвесторов, сложная система отчетности - необходимы для деятельности инвестиционных фондов иных категорий, однако данные факторы не учитывают специфики деятельности венчурных инвестиционных фондов, осуществляющих вложения в особо рискованные проекты.

Важным аспектом российского законодательства в сфере венчурного финансирования является наличие института квалифицированного инвестора. В соответствии с п. 1.5 гл. 1 Положения акции (инвестиционные паи) инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов особо рисковых (венчурных) инвестиций, предназначены только для квалифицированных инвесторов. Пункт 2 ст. 51.2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-Ф3 «О рынке ценных бумаг» определяет субъектов правоотношений, которые могут быть квалифицированными инвесторами, п. 4 ст. 51.2 устанавливает требования, при наличии которых физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, а п. 5 той же статьи содержит аналогичные требования для юридического лица. Признание лица по его заявлению квалифицированным инвестором осуществляется брокерами, управляющими, иными лицами в случаях, предусмотренных федеральными законами, в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, а именно в соответствии с Приказом ФСФР РФ от 18.03.2008 № 08'12/пз'н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами».

Компанией - реципиентом венчурного капитала (венчурной фирмой), в принципе, может стать любая организация, независимо от размера и рода деятельности. Однако именно малый бизнес чаще всего вынужден прибегать к венчурному финансированию из-за высоких рисков, связанных с реализацией инновационной продукции.

Венчурный профессионал - это руководитель или ведущий менеджер управляющей компании венчурного фонда, являющегося посредником между венчурными инвесторами и компаниями-реципиентами. Участие в венчурных фондах - оптимальная форма организации венчурного финансирования. Это обусловлено тем, что фонд рассредоточивает риски, объединяя капитал инвесторов в разных проектах. Кроме того, профессиональные менеджеры независимых венчурных фондов обладают специальными знаниями и информацией в области управления, маркетинга, технологий и пр. Это также позволяет минимизировать риски.

Пытаясь достичь собственных целей, субъекты сталкиваются с ограничениями технического, финансового, организационного характера. Так, венчурной фирме необходимы техническое обеспечение и финансовые ресурсы. Рост капитала венчурного инвестора невозможен без успешной реализации инновационной идеи. Успешность реализации инновационного проекта зависит от вклада венчурного профессионала (т. е. от его навыков организации управления и связей).

Решение внутренних противоречий, проявляющихся в отношениях субъектов венчурного капитала, определяет сущность венчурного финансирования как эффективного механизма, способствующего реализации инновационного процесса. Однако помимо внутренних противоречий венчурному капиталу присущи внешние - обусловленные состоянием внешней среды.

В научной литературе выделяют следующие основные фазы венчурного финансирования, которые в свою очередь соответствуют фазам жизненного цикла фирмы или инвестиции:

Фаза компании для посева (Seed) (наличие какой-либо разработки (от идеи до конкретного предпринимательского проекта), нуждающейся в инвестициях для проведения дополнительных исследований или создания пилотных образцов продукции);

Стартовая фаза (Start-up) (проект обрел организационно-правовую форму - предприятие, требует инвестиций для дальнейшего проведения научно-исследовательских работ и начала осуществления продаж);

Начальная фаза (Early stage) (имеет готовую продукцию и находится на самой начальной стадии ее коммерческой реализации, также требуются дополнительные инвестиции для завершения научно-исследовательских работ);

Фаза расширения (Expansion) (необходимы дополнительные инвестиции для расширения объемов производства и сбыта, проведения дополнительных маркетинговых исследований, увеличения основных фондов или оборотных средств);

Мостовая фаза (Bridge financing) (требуются среднесрочные инвестиции для преобразования из частного закрытого предприятия в открытое акционерное общество и регистрации своих акций на фондовой бирже);

Фаза выхода (Exit) (венчурные инвесторы продают принадлежащие им пакеты акций или доли в капитале и выходят из предприятия).

Стадии развития компании представлены в табл. 1.1.

Таблица 1.1 - Стадии развития компании

|  |  |
| --- | --- |
| Стадия | Характеристика стадии развития |
| Стартап (выручки нет) | Компания находится на ранней стадии развития, управляется основателями. Зачастую эта стадия связана с получением компанией посевного финансирования. Она, как правило, быстро переходит в стадию разработки продукта. |
| Разработка продукта (выручки нет) | Компания находится на этой стадии развития, если она продолжает разработку продукта и еще не имеет доходов от его реализации. Считается, что компания, продающая услуги, а не товары, находится на этой стадии, если она занимается разработкой бизнес-стратегии и еще не рекламирует и не реализует свои услуги. |
| Тестирование продукта (выручки нет) | Для компаний, осуществляющих деятельность в сфере информационных технологий (ИТ), существует промежуточный этап между разработкой продукта и его реализацией. Формально на данном этапе компания все еще занимается разработкой продукта, однако ряд потребителей уже имеют к нему доступ, предоставленный с целью проведения тестирования и предпродажной оценки продукта. |
| Реализация продукта / получение выручки | На данной стадии компания реализует как минимум один продукт и получает выручку (при этом другие продукты могут находиться в разработке или на стадии тестирования). |
| Получение прибыли | На этой стадии компания, реализующая свой продукт, получает стабильную прибыль (в течение нескольких отчетных периодов). |
| Повторный выпуск продукта на рынок / реорганизация | Компания, находящаяся на этой стадии, пересматривает свой бизнес-план и повторно выпускает свой продукт на рынок или реорганизует бизнес-модель. Этот период обычно бывает недолгим, и большинство компаний переходят обратно на стадию разработки или реализации продукта. |
| Поздние стадии | Полученные инвестиции используются для привлечения дистрибьюторов или поставщиков, подготовки к продаже или проведения иных действий, направленных на быстрое повышение капитализации. |

Под раундом венчурного финансирования понимается этап финансирования компании инвесторами. При этом учитывается не только стадия развития компании, но и сумма полученных инвестиций, а также количество сделок компании с фондами.

Характеристика раундов венчурного инвестирования представлена в табл. 1.2.

Таблица 1.2 - Характеристика раундов венчурного инвестирования

|  |  |
| --- | --- |
| Раунд венчурного инвестирования | Характеристика раунда |
| Посевной раунд | Инвестиции в компанию на стадии стартапа или на более ранних этапах. Как правило, посевные раунды финансирования не превышают 1 млн. долларов США, но могут быть и больше. Обычно компания получает посевное финансирование в течение года с момента основания и использует его для аренды помещения, приобретения оборудования и найма основных сотрудников. |
| Раунд А и Раунд B | Инвестиции в компанию на ранней стадии развития, как правило, в объеме 1-5 млн. долларов США. |
| Раунд С и последующие раунды | В этих раундах, помимо венчурных фондов, могут также участвовать фонды прямых инвестиций. Финансируются обычно компании, которые уже занимаются реализацией своего продукта и показывают положительные финансовые результаты. |
| Выход | Продажа (полная или частичная) доли, принадлежащей венчурному фонду. Основные виды выходов - это IPO и сделки M&A. |

Обычно инвестор в лице бизнес-ангела - это инвестор первых двух раундов. Бизнес-ангелы - это профессионалы среднего и старшего возраста, высокообразованные, главным образом в области делового администрирования или инженерных и естественнонаучных дисциплин. У большинства из них есть опыт работы в бизнесе. Одни являются удачливыми предпринимателями, другие - высокооплачиваемыми специалистами или занимают высшие должности в крупных компаниях.

Высокие риски венчурного инвестирования приводят к необходимости предусмотреть процедуру минимизации финансовых потерь инвесторов в случае отрицательного результата при осуществлении инновационного проекта. Данный процесс означает продажу или ликвидацию компании с целью погашения финансовых ресурсов вложенных инвестором (дезинвестирование). Риски являются сопутствующими характеристиками для всей инвестиционной деятельности, но для венчурного инвестирования характерно наличие более высокого риска на всех этапах осуществления инновационных проектов. При этом прогнозируемый эффект от инновационной деятельности должен иметь высокий инновационный и коммерческий результат с высоким уровнем прибыли использования венчурного инвестирования (увеличение в десять раз прибыли за пять лет).

Риски инвесторов компенсируются за счет повышения конкурентоспособности региональных экономических систем на основе реализации инновационных проектов в различных видах хозяйственной деятельности. Жизненный цикл венчурного инвестирования влияет на объемы инвестиционных потоков и размеры предполагаемой прибыли получаемой инвестором в случае осуществления инновационного проекта.

Классификация видов риска венчурного капитала по фазам реализации инвестиционного проекта представлена в таблице 1.3.

Таблица 1.3 - Классификация рисков венчурного капитала по фазам инвестиционного процесса

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| № | Фаза венчурного финансирования | Функциональная принадлежность риска | Вид риска |
| 1. | Вхождение в капитал инвестируемого предприятия Риск непроизведенных инвестиций | Несовместимость с экономическим, социальными технологическим укладом | Риск непроизведенных инвестиций |
| Ошибки в стратегии инновационного развития, игнорирование традиций | | Риск альтернативных возможностей приложения капитала | |
| 2 | Вхождение в капитал и мониторинг | Промышленный, технологический, управленческий риск | Риск будущих убытков хозяйствующего субъекта его неликвидности |
| Несвоевременная оценка превращения инновации в традицию | | Риск истощения инвестиционных ресурсов | |
| 3. | Выход из капитала (реализация инвестиций) | Финансовый риск, отсутствие согласования интересов участников | Риск финансовой несостоятельности венчурных инвестиций |
| Обновление уклада экономической системы | | Риск необходимости новых инвестиций и нарушения сроков выхода из капитала | |

Рисковая среда инвестиционных вложений венчурного инвестора тесно связана со спецификой венчурного капитала и его доходностью. Эта связь выражена принципом «риск - доход», что отличает его от банковского финансирования или финансирования стратегического инвестора. Эти отличия, как показано в таблице 1.4, проявляются в следующих особенностях:

Таблица 1.4 - Отличие венчурного финансирования от других видов финансирования

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Источники финансирования | Банки | Стратегические инвесторы | Венчурное финансирование |
| Инвестиции в акционерный капитал | - | + | + |
| Кредиты | + | - | + |
| Долгосрочные инвестиции | + | + | + |
| Рисковый бизнес | - | - | + |
| Участие инвестора в управлении фирмой | - | + | + |

Сравнительный анализ представленных в таблице 1.4 различий методов и способов финансирования инноваций показал, что, во-первых, венчурное финансирование невозможно без принципа «одобренного риска». Это означает, что вкладчики капитала заранее прогнозируют возможность потери средств при высоких рисках финансируемого предприятия в обмен на высокую норму прибыли в случае ее успеха.

Во-вторых, венчурный вид финансирования предполагает долгосрочное инвестирование капитала, при котором вкладчик планирует срок вложения в среднем от 3 до 5 лет, чтобы убедиться в перспективности проекта, и от 5 до 10 лет, чтобы получить прибыль на вложенный капитал.

В-третьих, рисковое финансирование размещается не как кредит, а в виде паевого взноса в уставный капитал. Вновь учреждаемые хозяйствующие субъекта, как правило, пользуются юридическим статусом партнерств, а вкладчики капитала становятся в них партнерами с ответственностью, ограниченной размерами вклада. В зависимости от доли участия, которая оговаривается при предоставлении денег, рисковые инвесторы имеют право на соответствующее получение будущих прибылей от финансируемого предприятия.

В-четвертых, венчурный предприниматель в отличие от стратегического партнера редко стремится к собственности контрольного пакета акций компании. Обычно это пакет акций составляет порядка 25-40%.

В-пятых, высокая степень личной заинтересованности инвесторов в успехе нового предприятия. Это вытекает как из высокой рискованности проекта, так и из статуса совладельца учреждаемого венчура. Поэтому рисковые инвесторы часто не ограничиваются предоставлением средств, а оказывают различные консультационные, управленческие и прочие услуги.

Реализация данных особенностей прослеживается в процессе венчурного финансирования инноваций, которые проходят, как показано в таблице 1.5, несколько этапов. Их количество и продолжительность зависят от того, на какой стадии жизненного цикла инновации будет осуществляться венчурное финансирование.

Таблица 1.5 - Этапы венчурного финансирования инновационного взаимодействия хозяйствующих субъектов

|  |  |
| --- | --- |
| Стартовая стадия | Первый этап финансирования |
| Предстартовый капитал - финансирование, необходимое для подготовки технико-экономического обоснования внедрения инноваций Стартовый капитал - промышленное проектирование инновации и выпуск опытной партии; финансирование, необходимое для начала производства | |
| Финансирование расширения и развития хозяйствующего субъекта | Второй этап - представление оборотного капитала для поддержания первоначального роста; отсутствие прибыли Третий этап - расширение компании, растет объем сбыта, достигнута самоокупаемость Четвертый этап - переходное финансирование для подготовки компании к реструктуризации в акционерное общество |
| Выход из капитала хозяйствующего субъекта | Традиционное приобретение акций - приобретение прав собственности на новую компанию и перевод ее под свой контроль; приватизация - возможность скупки акций собственниками или менеджерами компании |

С каждым этапом венчурного финансирования взаимодействует свой институциональный тип рынка рискового капитала в сфере обращения ценных бумаг.

Таким образом, введение института квалифицированных инвесторов делает возможным создание новых видов акционерных и паевых инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов, которые характеризуются высокой потенциальной доходностью и высокими рисками, стимулирует развитие инвестиционных фондов, финансирующих венчурные проекты.

.3 Методы оценки эффективности венчурных инвестиций

Формируя инвестиционный портфель, венчурный капиталист оценивает каждую потенциальную портфельную компанию. «Оценка молодой или начинающей фирмы есть приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков от ее деятельности». При этом в случае инвестирования в инновационный бизнес таких распространенных источников информации для оценки, как финансовая отчетность, или данных о сопоставимых фирмах может и не быть. Следовательно, традиционные вариации доходного, затратного и сопоставительного подходов не всегда пригодны для оценки инвестиционных проектов и компаний в венчурном инвестировании. Перед венчурным капиталистом встает вопрос о применимости тех или иных методов оценки бизнеса и показателей эффективности осуществления инвестиций. Для выбора наиболее подходящих и надежных методов предлагаем руководствоваться двумя основными критериями: стадия развития компании и этап осуществления инвестиций. Рассмотрим их более подробно.

В «Международных директивах по оценкам прямых и венчурных инвестиций» указывается, что основным критерием при выборе методов является их соответствие природе, фактам и обстоятельствам инвестиции. Выбираются наиболее подходящие методы оценки венчурных инновационных проектов и вслед за этим проверяется, насколько они соответствуют данному конкретному случаю, опираясь на имеющуюся информацию и определенные суждения. При этом учитываются следующие факторы:

) применимость выбранных методов в данной отрасли индустрии и в текущей рыночной ситуации;

) качество и надежность данных, используемых в каждом методе;

) сравнимость данных, касающихся предприятия или сделки;

) стадия развития предприятия;

) способность предприятия генерировать устойчивые доходы или положительный денежный поток;

) любые частные проблемы, касающиеся конкретного предприятия.

Приведем наиболее широко применяющиеся фондами прямых и венчурных инвестиций методы оценки уже осуществленных инвестиций:

а) цена последней инвестиции;

б) мультипликаторы; в) чистые активы;

г) дисконтированные денежные потоки или прибыль (основного бизнеса);

д) дисконтированные денежные потоки (от инвестиции); е) отраслевые контрольные показатели оценок стоимости - в структуре активов фонда.

Не все методы, применяемые для оценки портфельных компаний, будут подходить для вновь отбираемых реципиентов инвестиций.

В процессе отбора проектов для инвестирования венчурный капиталист, в первую очередь, обращает внимание на доходность тех или иных инвестиций. Инвестиции могут быть оценены различными методами, при этом построение моделей оценки бизнеса может быть весьма длительным и трудоемким. Но уже на первоначальном этапе отбора портфельных компаний требуется оценить примерную доходность инвестирования в те или иные проекты.

Для этого целесообразно использовать так называемый «метод венчурного капитала» ввиду его простоты и быстрого расчета конечных данных для инвестора, включающих внутреннюю норму доходности инвестиций при заданном проценте владения инвестором акций инвестируемой компании. Сразу отметим, что данный метод следует использовать только для примерной оценки планируемой инвестиции в целях отбора инновационных проектов.

По методу венчурного капитала весьма часто оцениваются компании с хорошими перспективами, находящиеся на ранних стадиях развития, но стоимость бизнеса которых не поддается оценке с помощью традиционных методов ввиду того, что компания-мишень недолго существует на рынке и ее доходы неординарны и подвержены сильной волатильности. Деятельность компании в первые годы, следующие за инвестицией от венчурного капиталиста, как правило, убыточна. Метод венчурного капитала учитывает эти реалии и фокусируется на прогнозной стоимости компании, рассчитываемой на планируемую дату выхода инвестора из проекта.

Порядок применения данного метода можно описать следующим образом.

Шаг 1. Расчет терминальной стоимости. Терминальная стоимость рассчитывается на определенный момент в будущем. Она увязывается с планируемой датой выхода венчурного капиталиста из проекта, обычно отстоящей от момента инвестирования на 3-7 лет. Очень часто терминальная стоимость рассчитывается с использованием мультипликатора цена/прибыль, соотносимого с прогнозируемой чистой прибылью компании на планируемую дату выхода.

Шаг 2. Приведение терминальной стоимости к текущей стоимости. По методу NPV-проекта для приведения к текущей стоимости ежегодных денежных потоков и терминальной стоимости в качестве ставки дисконтирования берется средневзвешенная стоимость капитала. Согласно методу венчурного капитала в качестве ставки дисконтирования берется внутренняя норма возврата на вложенные средства. Обычно она весьма высока и находится в пределах 30-70%.

Шаг 3. Расчет требуемого процента владения. Для достижения необходимого уровня возврата требуемый процент владения в компании будет рассчитываться как отношение суммы инвестиций к приведенной настоящей стоимости терминальной стоимости компании. Например, при инвестировании 5 млн. руб. в проект, приведенная стоимость которого составляет 17,5 млн. руб., доля инвестора в компании будет равняться 28,5 %. Далее рассчитывается цена за акцию.

В практике оценки бизнеса считается, что метод дисконтирования денежных потоков (ДДП, DCF) подходит только для уже действующего бизнеса с достаточной историей развития. Отмечается, что его применение в целях оценки молодых компаний невозможно в силу отсутствия положительных денежных потоков и данных, на основе которых они могут быть рассчитаны. Действительно, у только что созданных компаний отсутствуют формы бухгалтерской отчетности, но полагаем возможным их имитационное построение на основе данных бизнес-плана. В сравнении с действующим бизнесом с определенной рыночной историей здесь действительно потребуется больше времени для получения конечных данных модели, но если не учитывать фактор трудоемкости расчетов, то единственным серьезным ограничением использования метода ДДП в случае оценки инновационных проектов может быть степень надежности данных, закладываемых в модель.

Для построения по методу ДДП модели оценки бизнеса компании, создаваемой на основе отобранного инновационного проекта, адекватной текущей информационной базе, можно использовать следующий алгоритм:

) рассчитываются прогнозные производственные и финансовые показатели проекта;

) строятся прогнозные формы бухгалтерской отчетности;

) рассчитываются ключевые показатели бухгалтерской отчетности за каждый период прогнозирования;

) рассчитывается инвестиционная эффективность для проекта; на этом этапе также может рассчитываться и бюджетная эффективность;

) принимается окончательное решение о целесообразности инвестирования на основе результатов моделирования.

Перспективы развития инновационных проектов могут оцениваться также с использованием построения дерева решений. Для проекта определяется горизонт планирования с разбивкой на периоды по равным интервалам (например, 1 год, 6 месяцев). По данным интервалам строятся звенья развития проекта. В случае продолжения каждого предыдущего звена двумя новыми, получаем бинарное дерево. В случае продолжения исходного звена несколькими звеньями, получаем полиномиальное дерево или многосценарный анализ. Последний может быть приведен к бинарному дереву посредством группировки в два звена всех наилучших и наихудших вариантов последующего развития событий. Каждому звену дерева соответствует определенный денежный поток (либо ценность бизнеса или проекта), генерируемый проектом. Денежный поток приводится к настоящему моменту посредством дисконтирования по выбранной ставке. В качестве ставки дисконтирования обычно берут средневзвешенную стоимость капитала. При этом развитие проекта может происходить либо с увеличением, либо с уменьшением генерируемого потока. Вероятность (p) повышательного (u = p) и понижательного (d = 1 - p) движения оценивается экспертным путем либо по риск-нейтральному подходу. Таким образом, построив дерево решений, мы видим определенное количество вариантов развития проекта во всех определенных звеньях, вплоть до окончания горизонта планирования.

Следующим способом оценки инновационных проектов является метод реальных опционов. Проект в целом можно рассматривать как портфель опционов ввиду того, что в создаваемый бизнес можно вложить дополнительный капитал, его можно расширить или переориентировать на выпуск несколько других товаров или услуг. У инвестора также может быть предусмотрено право на отсрочку инвестиций, сокращение доли в бизнесе либо право на выход из бизнеса по заранее оговоренной цене. Все это создает предпосылки для встраивания в анализируемый проект различных опционов.

Опционы удобно встраивать в проект, построив дерево решений. Следует учитывать, что по мере исполнения опционов риск проекта будет меняться и это должно привести к изменению ставок требуемой нормы возврата.

Поэтому необходимо выбрать наиболее адекватную ставку дисконтирования, уже отличную от средневзвешенной стоимости капитала. При этом следует иметь в виду, что «по опциону ставка дисконта должна быть другой, чем для соответствующего проекта, так как риск опциона и диапазон возможных результатов инвестирования при наличии опциона иной, чем для проекта без опциона». Следовательно, при наличии возможных к исполнению опционов ставка дисконтирования может меняться в каждом звене дерева, что будет вести к ее необходимой корректировке и усложнению модели. В данном случае можно воспользоваться риск-нейтральным подходом и все денежные потоки опционов и проекта дисконтировать по единой безрисковой ставке Rf.

Оценка эффективности инновационных проектов должна производиться на основе следующих принципиальных положений

комплексности, т.е. необходимости анализа всех составляющих эффекта (экономического, социального, научно-технического и д.р.), сочетания методов расчета коммерческой, бюджетной и общественной эффективности, использование в процессе оценки несколько критериев;

системности, т.е. учета взаимосвязей и взаимозависимостей между участниками и этапами проекта, рассмотрения объекта исследования как элемента системы более высокого уровня;

многоэтапности, т.е. необходимости производить оценку на всех этапах инновационного проекта с различной степенью глубины расчетов;

учета целей всех участников проекта и различных сторон эффективности;

учета фактора времени;

учета рисков инновационного проекта.

В каждом конкретном случае цель инновационного проекта имеет индивидуальный, специфический характер. Определим ключевые пространства формирования целей инновационных проектов для промышленного предприятия. В данном случае использован системный подход, проявляющийся в комплексности, единстве таких сфер предприятия, как финансовая, производственная, научно-техническая, маркетинговая, социально-экологическая и организационно-управленческая.

Кратко приведем показатели, которые могут использоваться для характеристики данных сфер:

. Финансы: показатели прибыльности и рентабельности; размера и структуры капитала; уровень рыночной капитализации компании; период окупаемости, коэффициент эффективности инвестиций и коэффициент покрытия долга; чистая стоимость и внутренняя норма доходности.

. Рыночные показатели: занимаемая доля рынка; объем продаж; охват целевого сегмента рынка; конкурентоспособность продукции; расширение системы сбыта.

. Научно-техническая деятельность: количество научных публикаций; количество полученных патентов и иных прав на результаты интеллектуальной деятельности; снижение степени износа основных средств предприятия; рост роли прогрессивных технологий в общем объеме используемых предприятием; повышение организационного уровня производства; повышение уровня качества продукции предприятия; рост конкурентоспособности продукции и предприятия.

. Производство: увеличение товарного портфеля; рост производственных мощностей; повышение технологического уровня, производительности труда; улучшение системы снабжения.

. Социально-экологическая сфера: повышение квалификации кадров; создание новых рабочих мест; снижение текучести кадров; рост средней заработной платы сотрудников; улучшение условий труда; повышение системы мотивации работников; снижение выбросов в окружающую среду; повышение экологичности выпускаемой продукции; сокращение потерь от несоблюдения экологических норм по технологическим процессам и выпускаемой предприятием продукции.

. Организационная сфера: изменение организационной структуры; увеличение региональных представительств; появление новых предприятий.

В 2011г. были утверждены «Методические материалы по разработке программ инновационного развития компаний с участием субъектов РФ», в которых есть раздел, посвященный основным показателям программ инновационного развития.

В данных рекомендациях, в соответствии с мировой и российской практикой приведены следующие показатели финансирования и результативности исследований и разработок(внутренние затраты на исследования и разработки; удельный вес собственных средств в общем объеме внутренних затрат на исследования и разработки); показатели технического лидерства(число патентов, полученных в течение трех последних лет; удельный вес инновационных товаров в общем объеме отгруженных товаров); показатели эффективности инновационной деятельности (повышение рентабельности; повышение производительности труда; снижение затрат на энергию; расширение экспорта инновационных товаров); показатели результативности корпоративной системы управления(снижение производственных и иных затрат в результате внедрения рационализаторских предложений сотрудников компании); показатели финансового обеспечения (затраты на реализацию программы, технологические, организационные и маркетинговые инновации).

Авторы программы также предлагают использовать ключевые показатели эффективности (Кеу Performance Indicators, KPI), которые представляют собой систему оценки, определяющие достижения стратегических и тактических целей организации.

В зарубежной практике оценки эффективности инноваций наиболее известными являются методики STAR (свод стратегических технологических оценок) и IRI (методика «закрепленных» шкал). Преимуществом методики STAR является оценка неопределенных проектов с помощью приближенных критериев выбора путем накопления ряда оценок.

Каждая переменная методики измеряется путем опроса экспертов, что может использоваться и для оценок рисков альтернативных проектов. Главным достоинством такого подхода является комплексность технологических и стратегических аспектов. В методике IRI предлагается другая версия оценок проектов с высоким уровнем неопределенности: эксперты в каждой из шкал определяют качественную оценку, которая наиболее полно соответствует их системе предпочтений, и фиксируют эту оценку в виде «закрепленного» за ней балла. Экспертом фиксируется вес каждой отдельной шкалы. По методике производится два ряда оценок: вероятности технического и коммерческого успехов.

По данной главе работы можно сделать следующие выводы.

Венчурный капитал выступает источником финансирования различных инвестиций в инновационном процессе как в новые, технологичные, научно обоснованные образования в сфере бизнеса, так и в другие рыночные и финансовые структуры

Венчурное инвестирование - это высокорисковые вложения капитала. Объектом венчурного инвестирования являются инновационные компании, целью деятельности которых является производство и коммерциализация инновации. Инновационные компании имеют высокие потенциалы роста и масштабирования бизнеса, но с труднопросчитываемыми рыночными перспективами на этапе первоначальных инвестиций.

В настоящее время единого представления о понятии венчурного капитала в науке и законодательстве не существует. Венчурные фонды представляют собой главный элемент венчурной инвестиционной деятельности. Согласно действующему законодательству РФ венчурное финансирование осуществляется путем формирования венчурных фондов, создаваемых в форме простого товарищества и инвестиционного фонда (закрытый паевой инвестиционный фонд или акционерный инвестиционный фонд).

Проведенный анализ подходов и методов оценки эффективности инноваций позволяет сделать следующие выводы. Используемые в отечественной практике методы оценки эффективности инноваций не имеют на первоначальном этапе отсев явно бесперспективных инноваций, не учитывают специфические особенности инновационных проектов, а именно не учитывают высокую неопределенность, не учитывают многокритериальную природу инноваций.

## 2. Современное состояние и проблемы управления развитием венчурного инвестирования в России

.1 Динамика и механизмы развития венчурного инвестирования в России

Зарождение рынка венчурных инвестиций в России традиционно связывают с деятельностью Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). Однако в СССР были и более ранние попытки инвестирования в соответствии с классической моделью венчурных инвестиций. Примером может служить деятельность кооперативов и центров научно-технического творчества молодежи - «АНТ», «РостИнвест», а также некоторых других организаций в 1988-1993 годах. Характерной особенностью таких кооперативов было объединение функций фонда и управляющей компании в одном юридическом лице.

Развитие этого рынка начало приобретать системный характер с 1993 года. Приватизация промышленных предприятий ускорила становление рынка инвестирования в акционерный капитал.

Устранение некоторых торговых и финансовых барьеров позволило зарубежным инвесторам получить доступ к российскому рынку. В те годы самым активным инвестором выступал ЕБРР.

С 1994 по 1996 год банк основал в России 11 региональных венчурных фондов с капиталом от 10 до 30 млн. долларов. Инвестиционная программа ЕБРР была направлена на поддержку действующих средних предприятий с количеством сотрудников от 200 до 5000 человек. При этом банк избегал осуществления инвестиций в сектор высоких технологий. Инвестиционные фонды ЕБРР особенно интересовались сектором товаров народного потребления, поскольку данный им мандат на ведение деятельности не позволял вкладывать средства в финансовый и страховой секторы. Эти инвестиции по своей природе были венчурными, прежде всего по причине высокого странового риска. Финансовые результаты одноразовых инвестиций зависели от их размера и были труднопрогнозируемыми.

Приблизительно в то же время к участникам зарождающегося рынка венчурных инвестиций присоединилась Международная финансовая корпорация (International Finance Corporation, IFC), член Группы Всемирного банка, чьи усилия были сосредоточены на инвестициях в частный сектор в развивающихся странах. Стартовала российско-американская инвестиционная программа.

Под эгидой этой программы был создан Инвестиционный фонд США-Россия с капиталом 440 млн. долларов. Согласно оценке Financial Times, к осени 1997 года в России работали 26 инвестиционных фондов с общим капиталом около 1,5 млрд. долларов. В марте 1997 года управляющие компании 10 из 11 инвестиционных фондов ЕБРР, работающих на тот момент в России, подписали соглашение об основании Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ). РАВИ стала первой профессиональной ассоциацией российских инвестиционных фондов, которая объявила своей целью создание и развитие рынка венчурного и акционерного инвестирования в России.

Первые венчурные инвестиционные фонды начали появляться на российском рынке с 1997 года. Большинство из них были тесно связаны с ведущими банками и холдингами. Экономический кризис 1998 года отбросил зарождающуюся среду на несколько лет назад. Более половины инвестиционных фондов, работавших тогда на рынке России, не пережили кризис.

Финансовый кризис 1998 года не менее сильно ударил по инвестиционным фондам, созданным ЕБРР. В результате изменений в управленческих командах, реструктуризации и ликвидации только три из них - Quadriga Capital, Eagle и Norum - дожили до нового столетия.

Правительственная комиссия по научно-инновационной политике одобрила в конце 1999 года стратегию «Основные направления развития внебюджетного финансирования проектов с высокой степенью рисков (система венчурного финансирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 годы». Развитие указанной стратегии символизировало выход государства на рынок венчурных инвестиций в качестве компетентного участника, способствующего выполнению намеченных планов.

Учреждение в 2000 году Венчурного Инвестиционного Фонда (ВИФ) - некоммерческой организации с государственным участием - стало одним из первых результатов реализации стратегии.

Главной целью ВИФ было формирование организационной структуры рынка венчурных инвестиций в соответствии со стратегией, одобренной правительством, а также мобилизация инвестиций для наукоемких инновационных проектов с высоким уровнем рисков.

В 2000 году РАВИ инициировала проведение ежегодных Российских венчурных ярмарок, которые стали заметным событием для участников российского рынка прямых и венчурных инвестиций. Ярмарки предоставляют возможность компаниям, стремящимся привлечь инвестиции для коммерческого развития, представить свои проекты инвесторам, действующим на российском рынке прямых и венчурных инвестиций. Кроме того, они позволяют установить профессиональные контакты со специалистами в области венчурных инвестиций, бизнесменами и представителями государственных органов.

Результаты совместных усилий участников рынка и правительства стали очевидными уже к 2001 году: рост объема рынка акционерных и венчурных инвестиций в России возобновился. Это происходило на фоне экономического восстановления после кризиса и глобального бума интернет-компаний, который затронул Россию несколько позже. Yandex, Rambler и Ozon мобилизовали первые инвестиции и стали лидерами российской интернет-отрасли на много лет вперед. Уже тогда выявился главный тренд российского рынка венчурных инвестиций: ИТ-компании и предприятия потребительского сектора стали устойчивыми лидерами по объемам привлеченного финансирования.

В то же время доля общего объема акционерных и венчурных инвестиций в экономике страны оставалась минимальной.

Несмотря на это, стратегия участников рынка развивалась в сторону классической модели венчурных инвестиций. 2001 год был отмечен первым выходом инвестиционного фонда из портфельной компании. Выход из инвестиции принес одному из региональных инвестиционных фондов ЕБРР 100% дохода на вложенный капитал.

Начиная с 2005 года Министерство экономического развития России (МЭР) реализует программу по созданию региональных фондов содействия развитию венчурных инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере. В рамках вышеуказанной программы в различных регионах было создано более 20 государственно-частных венчурных фондов.

В 2006 году по решению правительства было создано ОАО «Российская венчурная компания» (РВК), под управление которого были переданы инвестиционные фонды МЭР.

Необходимость целостного анализа формирования финансового механизма венчурного инвестирования в России позволяет выработать собственное видение данного процесса в разрезе основных его этапов.

На начальном этапе (1994-2004 гг.) деятельность венчурных фондов и фондов прямых инвестиций никак не регламентировались российским законодательством. Первым нормативным документом, устанавливающим порядок и сроки реализации системных мероприятий по формированию в России системы венчурного инвестирования, стали одобренные в 1999 году Правительственной комиссией по научно-инновационной политике «Основные направления развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 годы», основной целью которых являлось создание благоприятных условий для развития научно-технического и инновационного предпринимательства и механизмов, обеспечивающих привлечение инвестиций в наукоемкие инновационные проекты, реализуемые венчурными предприятиями.

В 2001 году формирование нормативно-правовых основ реализации финансового механизма венчурного инвестирования в России было продолжено принятием Федерального закона «Об инвестиционных фондах», устанавливающего состав активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Позднее на его основе Федеральная комиссия по ценным бумагам России (ФКЦБ России) утвердила «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», устанавливающее требования к составу и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов особо рисковых (венчурных) инвестиций.

Однако, несмотря на отсутствие нормативно-правового регламентирования, действующие в России фонды венчурного капитала осуществляли активную деятельность по мобилизации финансовых ресурсов в отечественный сектор высокорисковых инвестиций. На первом этапе формирования финансового механизма венчурного инвестирования в России фонды венчурного капитала были представлены следующими группами.

фонды ЕБРР;

фонды с участием западных правительственных агентств;

частные фонды;

государственные фонды.

Таким образом, к концу первого этапа формирования финансового механизма венчурного инвестирования в России количество действующих венчурных фондов всех типов составило более 60. В целом за рассматриваемый период с помощью механизма венчурного инвестирования было реализовано 190 проектов суммарной капитализацией 3,96 млрд. долларов, большая часть которых была мобилизована в период 1994-1998 годы (более 70%). Разразившийся финансовый кризис 1998 года существенно снизил темпы фандрайзинга в России, и за последующие пять лет объём венчурных инвестиций в российские компании составил 1,02 млрд. долларов.

Превалирующая часть финансовых ресурсов поступала из зарубежных источников (около 90%), Среди которых наиболее активными были профессиональные инвесторы - международные многопрофильные инвестиционные компании, ориентированные на развивающиеся рынки. Среди российских инвесторов наиболее активными в рассматриваемый период оставались коммерческие банки и промышленные предприятия. Участие государства (17%) выражалось в создании региональных и отраслевых фондов венчурного инвестирования. Слабая инвестиционная активность отечественных частных инвесторов и бизнес-ангелов объяснялась нежеланием открыто позиционировать свои финансовые возможности.

Второй этап (2005-2008 гг.) стал периодом существенной активизации усилий Правительства Российской Федерации в формировании финансового механизма венчурного инвестирования на основе активного использования механизма государственно-частного партнерства. В рассматриваемый период российский инновационный рынок получил возможность для активного вовлечения в инвестиционные процессы средств государственного и региональных бюджетов, выполняющих функции катализаторов развития венчурного рынка и гарантов минимизации рисков для новых инвесторов.

Существенное увеличение расходов федерального бюджета на государственные инвестиции в 2006-2008 году позволило охарактеризовать расходы на обеспечение государственной поддержки крупных инфраструктурных и высокотехнологичных проектов как «бюджет развития». Общий объём государственных капитальных вложений в создание инновационной экономики в 2005-2008 году составил более 1,7 трлн. рублей, что составило около половины всех привлеченных в венчурные инвестиционные проекты средств.

В рамках взаимодействия бизнеса и власти на втором этапе формирования финансового механизма венчурного инвестирования в России были сформированы следующие «институты поддержки»:

региональные венчурные фонды для инвестиций в малые предприятия научно-технической сферы, создаваемые на основе партнерства федеральных и региональных властей с бизнесом.

ОАО «Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий» (ОАО «РИФИКТ»);

ОАО «Российская венчурная компания» (ОАО «РВК»);

госпорпорация «Роснанотех»;

особые экономические зоны (ОЭЗ);

технопарки в сфере интернет-технологий и др.

На втором этапе формирования финансового механизма венчурного инвестирования произошла реструктуризация источников финансовых ресурсов в составе как российских, так и зарубежных инвесторов. Рост капитала из отечественных источников на протяжении второго этапа во многом был вызван увеличением количества фондов, образованных в форме закрытого паевого инвестиционного фонда особо рисковых (венчурных) инвестиций (ЗПИФВ). За 2005-2008 годы число таких фондов возросло с 7 до 28 (из всего сформированных 32 в 2008 году). Особенностью второго этапа формирования финансового механизма венчурного инвестирования стало формирование системы информационного обеспечения. По данным РАВИ, в 2008 году наблюдался рост количества организаций, оказывающих консультационные и посреднические услуги инновационным предпринимателям и способствующих привлечению инвестиций в стартапы. Так, при поддержке Роснауки и Рособразования еще в 2005 году было создано 44 центра трансфера технологий (ЦТТ), ещё 20 подобных организаций позднее были созданы без участия средств федерального бюджета. Созданные на данном этапе различные ассоциации и сети бизнес-ангелов, занимающиеся организацией форумов, интернет-сообществ, бизнес-встреч, круглых столов с участием бизнес-ангелов, оказали существенное значение для формирования в России прослойки бизнес-ангелов, способствуя обмену практическим опытом, поддержанию контактов, а также поиску и отбору проектов для инвестиций.

Впервые на втором этапе формирования финансового механизма венчурного инвестирования в России были использованы возможности привлечения финансовых ресурсов для формирования фондов венчурного капитала с помощью фондового рынка. В 2006 году два из вновь созданных акционерных фонда венчурных инвестиций провели IPO.

Все эти меры способствовали тому, что в период 2005-2008 года объём накопленной капитализации венчурного рынка составил 4,3 млрд. долларов, а общее количество действующих фондов - 196.

Существенное воздействие на формирование финансового механизма венчурного инвестирования на втором этапе оказала политика государства в области создания эффективных мер косвенного стимулирования инновационной деятельности в России. В этот период Правительством РФ приняты ряд законодательных инициатив в налоговом, таможенном, патентном праве, учётной политике и иных областях, обеспечивающих конкурентные преимущества предприятиям, осуществляющим научно-исследовательские разработки и их внедрение в производственно-хозяйственную деятельность.

Началом третьего этапа можно считать 2009 год, ставший началом провозглашённого Президентом РФ курса на модернизацию и инновационное развитие экономики России, включающего шесть стратегических векторов экономической модернизации России в сфере высоких технологий.

Однако разразившийся в конце 2008-2009 году острый кризис ликвидности на мировых финансовых рынках скорректировал возможности реализации заявленных Правительством РФ мер и дальнейшее динамичное развитие финансового механизма венчурного инвестирования.

Объём мобилизованного капитала в венчурный рынок, по данным РАВИ, сократился в 2009 году более чем в 3 раза из-за оттока иностранного капитала, доля которого в структуре источников капитала составляла в рассматриваемый период 53%.

Необходимость переориентации экономического курса на реализацию антикризисных мер в экономике России обусловила приоритет политики институционализации механизма венчурного инвестирования. В посткризисном периоде 2009-2010 годов государством осуществлялась в основном нормативная регламентация заявленных мер по созданию действенных стимулов для развития венчурного предпринимательства, а также формирование элементов инфраструктурного обеспечения научно-технической и инновационной деятельности.

В последние годы поссийская отрасль венчурных инвестиций переживает существенный рост. По сравнению с предкризисным 2008 годом за 2011 год объем рынка увеличился более чем двукратно (на 109%), и этот рост продолжается в 2012 году. Как и в развитых странах, в денежном выражении большая доля инвестиций в индустрии приходится на компании, находящиеся на продвинутых стадиях развития. На них в течение продолжительного времени фокусировалось основное внимание участников рынка.

Создание Фонда посевных инвестиций РВК в 2009 году и Фонда «Сколково» в 2010 году стало важным шагом к развитию инвестирования на ранней стадии. Отличающиеся повышенным риском, но при этом требующие меньших объемов на одну компанию, они нуждаются в особом отношении и привлекают особенный класс людей - бизнес-ангелов.

После падения основных рыночных индикаторов, связанного с кризисом 2008-2009 гг., посевные инвестиции с каждым годом становятся все более значимым фактором развития венчурной индустрии в целом. Долгое время обделенные вниманием, в настоящее время они, напротив, вызывают повышенный интерес. Благодаря развитию национальных секторов информационных технологий и Интернета и первым серьезным успехам российских венчурных инвесторов на мировом рынке, количество сделок на ранних стадиях неуклонно растет. Для национальной экономики важно, чтобы этот рост стал устойчивым, уверенным и, в итоге, эффективно подпитал более высокие уровни венчурной индустрии.

В последние годы на фоне медленного восстановления мировой экономики и нестабильной ситуации на фондовых рынках усиливается глобализация венчурного капитала. Экономический рост, наблюдаемый в развивающихся странах, влечет за собой структурные изменения на венчурном рынке.

Глобализация венчурного капитала проявляется по-разному: начиная с привлечения компаниями зарубежного финансирования и выхода на иностранные фондовые биржи или продажи иностранному стратегическому инвестору и заканчивая все более распространенной практикой открытия фондами представительств за рубежом и содействия своим портфельным компаниям в работе на новых рынках.

Тенденция к освоению развивающихся рынков отражается в географической закономерности распределения существующих и появления новых мировых центров сосредоточения венчурного капитала. Вероятнее всего, США останутся лидером в сфере венчурного капитала в среднесрочной перспективе, однако на протяжении последних 10 лет объем венчурных инвестиций в США постоянно снижался. С другой стороны, в Китае, Индии и других развивающихся странах появляются активно растущие инновационные центры и талантливые предприниматели, а инвесторы, по крайней мере, на данный момент, фокусируют внимание на менее рискованных сделках с новыми компаниями, находящимися на более поздних этапах развития.

Наблюдаемая часть рынка инвестиций на ранней стадии (посевных инвестиций) в России развивается достаточно активно на протяжении последних нескольких лет. Так, по итогам 2013 года продолжили расти объемы инвестиций (как в целом в сегменте, так и в расчете на 1 сделку), выросло среднее число компаний, в которые вкладывается один инвестор, также растет число новых участников рынка. Однако на текущий момент, согласно результатам исследования рынка ангельских инвестиций в России, проведенного в 2013 году Национальной ассоциацией бизнес-ангелов, компанией Atom Partners и Российской венчурной компанией, данная ниша в целом и рынок инвестиций бизнес-ангелов в частности является наименее развитой в российской венчурной индустрии.

Российское государство играет значительную роль в развитии инновационной экономики. На ранних этапах истории российского венчурного рынка, главным образом в 2004-2009 годах, правительство создало несколько государственных институтов развития (ОАО «РВК», ОАО «РОСНАНО» и Фонд «Сколково»), которые повысили интерес к новой экономике, инновациям и предпринимательству в обществе и деловых кругах.

В то же время были предприняты существенные усилия для того, чтобы сделать режим налогообложения благоприятным для бизнеса. Были предложены различные стимулы, а именно специальный налоговый статус резидентов «Сколково», введенный в 2010 году, льготы по НДС для лицензирования программного обеспечения, сокращение ставок социальных взносов для ИТ-компаний и другие меры. Эти изменения были отмечены и российским бизнесом, и зарубежными инвесторами.

Усилия правительства также отмечены в рейтинге легкости ведения бизнеса Всемирного банка. В результате недавних положительных изменений в законодательстве Россия переместилась на 19 позиций вверх в рейтинге, заняв 92-е место из 189.

Хотя роль сырьевой экономики в России все еще остается очень высокой, становится заметной и новая экономика. Рост доли высокотехнологичных и инновационных предприятий опережает темпы роста ВВП страны. Значительная часть этого роста может быть отнесена на счет институтов развития, созданных государством. Ключевым институтом, ответственным за развитие венчурного рынка, является ОАО «РВК» (ОАО «Российская венчурная компания»).

Роль РВК в формировании российского венчурного рынка иллюстрирует рис. 2.1.

Доля совокупного объема инвестиций фондов, созданных при поддержке РВК, в совокупном объеме всех инвестиций на венчурном рынке уменьшилась с 39% в 2010 до 13% за три квартала 2013 года. Хотя годовой объем инвестиций, осуществленных РВК, оставался примерно на одном уровне в течение указанного периода, доля РВК в годовом объеме новых инвестиций на рынке уменьшилась с 58,9% до 8,5% в 2012 году.

РВК - государственный фонд фондов и институт развития Российской Федерации, один из ключевых инструментов государства в деле построения национальной инновационной системы. Компания играет системообразующую роль в процессе развития венчурного рынка в России. Это своего рода координатор процесса инновационного развития, место встречи всех участников инновационного процесса: государства как непосредственного учредителя РВК и как регулятора процесса модернизации России, научных площадок (например, «Сколково»), венчурных фондов, инвесторов, бизнес-ангелов, а также стартапов и инфраструктурных компаний, которые обслуживают инновационную сферу.



Рис. 2.1. Динамика изменения количества инвестиционных фондов РВК в 207-2013 гг.

Начиная с 2007 года при осуществлении инвестиционной деятельности РВК создает венчурные фонды совместно с частными инвесторами. На ноябрь 2013 года общее количество венчурных фондов, сформированных с участием капитала РВК, достигло 13 (включая два фонда в зарубежной юрисдикции), а их совокупный размер - 27,7 млрд. рублей.

По оценкам РВК, деятельность по развитию национальной инновационно-венчурной экосистемы является не менее эффективной, чем применение инвестиционных инструментов. Начиная с 2009 года РВК в своей работе учитывает опыт 2007-2008 годов: обеспечение предложения средств на венчурном рынке в рамках частно-государственного партнерства. Это необходимое, но недостаточное условие развития среды венчурного рынка.

Развивая набор нефинансовых инструментов с учетом целей и задач «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года», РВК ориентируется на такие направления, как развитие инвесторов и инфраструктуры, продвижение и популяризация инновационной деятельности, содействие глобализации российской инновационной индустрии.

Свою первоначальную миссию по созданию в России рынка венчурных инвестиций РВК считает выполненной и, соответственно, расширяет использование нефинансовых инструментов поддержки рынка. Это изменение находит свое отражение в миссии и задачах РВК.

Первоначальные цели и миссия.

Изначально основные цели РВК включали в себя стимулирование создания в России собственной индустрии венчурного инвестирования и значительное увеличение финансовых ресурсов венчурных фондов. Компания исполняет роль государственного фонда венчурных фондов, через который осуществляется государственное стимулирование венчурных инвестиций и оказывается финансовая поддержка высокотехнологическому сектору в целом. Кроме того, РВК играет роль государственного института развития отрасли венчурного инвестирования в Российской Федерации.

Миссия РВК состояла в обеспечении ускоренного формирования эффективной и конкурентоспособной в глобальном масштабе национальной инновационной системы путем создания саморазвивающейся венчурной отрасли во взаимодействии с другими институтами развития с помощью вовлечения частного венчурного капитала, стимулирования инновационного предпринимательства и расширения технологической бизнес-экспертизы, а также мобилизации человеческого потенциала России.

Новые цели и миссия.

Возрастающая роль нефинансовых инструментов определяет новую миссию РВК - осуществить с учетом приоритетов государства увеличение объема, ускорение темпов роста и коррекцию направлений развития венчурного рынка РФ с целью повышения конкурентоспособности инновационного сектора экономики страны в международном масштабе.

В соответствии с этой миссией, с 2014 года главной целью РВК будет обеспечение сбалансированной стадийной и отраслевой структуры венчурного рынка России, его устойчивого роста и глобализации с учетом приоритетов государства и на основе эффективного частно-государственного партнерства.

Венчурные фонды, созданные при участии РВК, представлены в табл. 2.1.

Таблица 2.1 - Венчурные фонды, созданные при участии РВК

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Фонд | Количество одобренных проектов | Количество выходов | Плановый объем фонда (млн. долл.) |
| ЗПИФ «ВТБ фонд венчурный» | 15 | 0 | 99,0 |
| ЗПИФ «Масквелл Биотех» | 9 | 0 | 99 |
| ЗПИФ «Биопроцесс Кэпитал Венчурс» | 9 | 0 | 97,0 |
| ЗПИФ ОР (В) И «Лидер-инновации» | 10 | 0 | 97,0 |
| ЗПИФ «Инновационные решения» | 5 | 0 | 64,7 |
| ООО «ИнфраФонд РВК» | 17 | 0 | 64,7 |
| ООО «Фонд посевных инвестиций РВК» | 56 | 3 | 64,1 |
| ЗПИФ «С-Групп Венчурс» | 8 | 0 | 48,5 |
| RVC IVFRT LP | 4 | 0 | 38,8 |
| RVC ILP | 3 | 0 | 32,4 |
| ООО «Гражданские технологии ОПК» | 0 | 0 | 32,3 |
| ЗПИФ «Новые технологии» | 2 | 0 | 19,8 |

Российский венчурный рынок в последние годы стремительно растет. Самые консервативные подсчеты свидетельствуют о том, что в 2007-2012 годах российский венчурный рынок показал по крайней мере четырехкратное увеличение как с точки зрения объема инвестиций, так и в плане количества сделок.

В 2007 году РАВИ оценивала объем российского венчурного рынка, накопленный по итогам 34 сделок, в 108,3 млн. долларов. К 2009 году годовой объем инвестиций увеличился на 49%, в то время как количество сделок удвоилось. Мировой финансовый кризис конца 2008 года негативно сказался на показателях рынка в 2009 году, но восстановление было быстрым. В 2010 году наблюдался дальнейший рост объема - на 24% по сравнению с 2009 годом.

Совместные усилия участников рынка и правительства привели в 2011 году к росту объемов инвестиций до 746,2 млн. долларов. Хотя прямое сравнение 2010 и 2011 годов может показаться некорректным, поскольку за эти годы использовались различные источники данных, такой многократный рост не может быть полностью объяснен разницей в методологии исследований. За указанный период рынок претерпел качественное изменение. Впервые стало возможно утверждать, что частные фонды заинтересовались венчурным рынком и поверили в него.

В 2012 году венчурный рынок закрепил успех, установив новый рекорд объема в 1213 млн. долларов (рост на 63% по сравнению с предшествующим годом). За этот период было зафиксировано 267 венчурных сделок, что на 34% больше по сравнению с 2011 годом. К концу года совокупный объем инвестиций с 2007 года достиг 2,51 млрд. долларов. Другими словами, объем инвестиций в 2012 был почти таким же, как за пять предшествующих лет.

Уже сейчас очевидно, что итоговый объем рынка в 2013 году будет больше, чем в 2011 году. С 1 октября 2013 года было зарегистрировано 118 сделок на 628,2 млн. долларов. Рост в 2010-2011 годах в значительной степени был обусловлен деятельностью новых фондов, отбирающих портфельные компании. В последующие годы фонды переключат свое внимание на управление портфельными компаниями, что отрицательно повлияет на динамику рынка с точки зрения объема. В конце января 2013 года стало известно, что по итогам исследования Dow Jones VentureSource Россия поднялась на четвертое место в Европе по объему венчурных инвестиций в сектор высоких технологий. За последние четыре года объем венчурных инвестиций в РФ вырос почти в 10 раз, а российский венчурный рынок является самым быстрорастущим в Европе. Если в 2010 году Россия по объему венчурных инвестиций отставала от Ирландии, Финляндии, Испании, Нидерландов и Швеции, то уже по итогам 2012 года она вошла в пятерку инновационных лидеров Европы.

Динамика количества венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в РФ может быть представить на рис. 2.2.

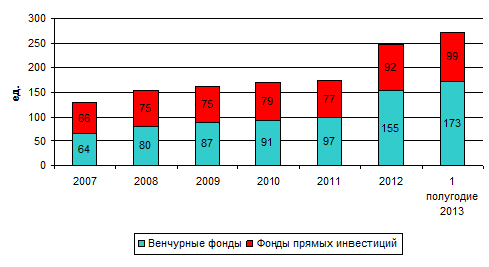


Рис. 2.2. Динамика количества венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в РФ в 2007-2013 гг.

Из рис. 2.2 видно, что структура соотношения PE vs VC динамично смещается в сторону доминирования последних.

За период с 2007 по 2013 гг. было открыто 150 и ликвидировано 29 венчурных фондов (рис. 2.3).

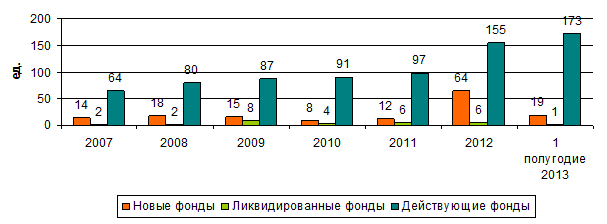


Рис. 2.3. Динамика изменения числа венчурных фондов на российском рынке

В 2012 году динамика роста российского рынка была выше, чем в целом по миру, тогда как в 2013 году спад российского венчурного рынка был более ощутим.

Распределение венчурных фондов по стадиям инвестирования представлено на рис. 2.4.

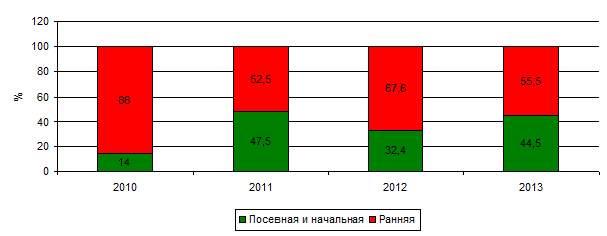


Рис. 2.4. Распределение венчурных фондов по стадиям инвестирования в 2010-2013 гг.

На российскую действительность сказывается специфика значительного государственного участия с точки зрения приоритетов для инвестиций .В сравнении с общемировыми тенденциями российский рынок венчурных инвестиций является более агрессивным с точки зрения инвестиций на ранних стадиях

Очевидно, что чем на более ранней стадии были осуществлены вложения, тем больше может быть и прибыль, но тем выше и риски.

Значительная степень закрытости и непрозрачности российского рынка приводит к тому, что существенное число сделок не попадает в поле зрения аналитиков и исследователей. Остаются неизвестными не только основные параметры сделок, но и сам факт их проведения. Кроме того, в итоговый рейтинг Dow Jones VentureSource были включены данные об инвестициях лишь в сегментах ИТ, Интернета, телекоммуникаций, Интернет-торговли, а также Интернет-поддержки индустрии путешествий и отдыха.

Типовые риски венчурных проектов представлены в Приложении 1.

Распределение рисков по стадиям венчурного инвестирования можно представить в Приложении 2.

За последние несколько десятков лет в прямом и венчурном инвестировании возникли свои стандарты, правила и традиции - терминология, управленческие приемы, методы оценки проектов, критерии успеха инвестиций и сравнения проектов между собой, способы диверсификации рисков. Во многих странах существуют юридические и консалтинговые бюро, специализирующиеся в данной области, созданы ассоциации прямого и венчурного инвестирования, объединяющие большинство крупных инвесторов в той или иной стране.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что государственные институты развития в значительной мере достигли своих первоначальных целей, дав мощный импульс рынку венчурных инвестиций. Большая часть инвестиций на рынке теперь осуществляется частными российскими и зарубежными инвесторами. В то же время государство все еще остается основным инвестором в капиталоемкие сектора, такие как наука, производство материалов и химическая промышленность, и играет в них важную роль, поддерживая квалифицированных специалистов и необходимый уровень знаний. Частные инвесторы еще не готовы вкладывать средства в сложные и инновационные сектора экономики, которые не гарантируют финансовой отдачи. Таким образом, государство выполняет свою социальную функцию и позволяет инновационным компаниям запускать разработку новых продуктов, а также подготовиться к привлечению частного финансирования на более поздних стадиях развития.

.2 Анализ зарубежного опыта использования высокорисковых инвестиций в развитии инновационной деятельности

Мировой венчурный рынок переживает переходный период: число участников отрасли сокращается из-за плохих финансовых результатов (компании, бизнес-модель которых полностью основывается на работе в рамках сети Интернет; или незрелая, неэффективная концепция бизнеса), вследствие чего растет избирательность LP-инвесторов (инвесторы с ограниченной ответственностью). Эта тенденция постепенно проявлялась в течение последних 10 лет, однако начало экономического спада, совпавшее с окончанием срока действия 10-летних венчурных фондов, которые были созданы в 2000 г., ускорило процесс. Последствия этого легко прослеживаются на примере сокращения объема венчурных сделок в США.

За последние 7 лет наибольший объем венчурных инвестиций, равно как и объем сделок, был характерен для четырех основных секторов: IT, healthcare, consumer services и business and financial services

Динамика развития мирового рынка венчурных инвестиций в 2007-2013 гг. представлена на рис. 2.5. Из рис. 2.5 видно, что начиная с 2011 г. наблюдается снижение динамики активности на мировом венчурном рынке - количество сделок снизилось с 5612 до 4011 ед., а объем инвестиций - с 46,8 до 33,2 млрд. долл. США. Это можно объяснить тем, что 2010-2012 гг. характеризуются восстановлением рынка после мирового финансового кризиса 2008, а с 2013 года наблюдается очередное снижение на фоне общего замедления роста мировой экономики.

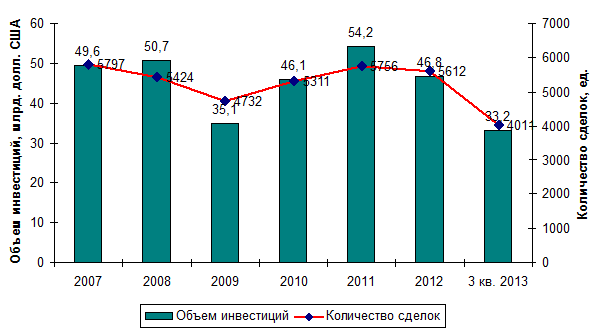


Рис. 2.5. Динамика развития мирового рынка венчурных инвестиций в 2007-2013 гг.

К основным тенденциям на мировом рынке венчурных инвестиций можно отнести:

усиление глобализации венчурного капитала (привлечение зарубежного финансирования, открытие фондами представительств, географическое развитие портфельных компаний);

динамичный рост новых рынков развивающихся стран (Китай, Индия и др.).

За 3-4 последних года большая динамика и активность характерны для секторов деловых, финансовых и потребительских услуг. В частности, именно на эти сегменты в 1 кв. 2014 г. приходилось около 60% венчурных инвестиций (по объему и количеству) в Европе. Доля России на мировом рынке венчурных инвестиций в 2013 г. выросла до 3%. Основными наиболее устойчивыми рынками венчурных инвестиций являются США и Европа.

На протяжении 7 последних лет основная доля (более 80%) рынка венчурных инвестиций приходится на США и Европу. В среднесрочной и долгосрочной перспективе принципиальное изменение географического баланса рынка ничтожно мало. В последние года наблюдается повышение активности на рынках Китая, Индии, России. Доля Российского рынка венчурного капитала в общемировых масштабах растет, но, по-прежнему, остается крайне низкой 2-3%.

Соотношение динамики мирового и российского рынков венчурных инвестиций можно представить на рис. 2.6.

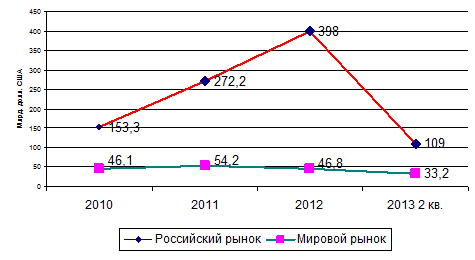


Рис. 2.6. Соотношение динамики мирового и российского рынков венчурных инвестиций

В результате на венчурном рынке останется меньшее число игроков, уменьшится и сам размер фондов (хотя ведущие транснациональные компании по-прежнему будут способны формировать и финансировать крупные фонды).

Происходящие изменения также усиливают роль эффективных бизнес-моделей с быстрым выходом на прибыльность, где отдельные аналитики сравнивают с инвестиционной средой начала 1990-х годов. Это делает привлекательными такие секторы рынка, как социальные медиа, потребительские услуги и SaaS (программное обеспечение как услуга, что означает бизнес-модель продажи и использования программного обеспечения, при которой поставщик разрабатывает веб-приложение и самостоятельно управляет им, предоставляя заказчику доступ к программному обеспечению через Интернет), где имеются хорошие перспективы роста при относительно небольших финансовых затратах. В тех секторах, где сроки выхода на самоокупаемость больше, а потребности в капитале выше (например, в секторе возобновляемой энергетики или здравоохранения), важнейшую роль будут играть специализированные фирмы с глубоким знанием рыночных рисков и возможностей.

Корпоративные венчурные инвестиции и программы государственной поддержки в этих секторах также будут иметь большое значение. Вследствие упомянутых перемен в отрасли и влияния макроэкономических факторов изменилось и отношение венчурных фондов к государственному финансированию. Инвесторы пытаются искать дополнительные источники финансирования для того, чтобы снижать собственные риски.

Помимо этого набирают обороты сотрудничество государств с венчурными фондами. Отсутствие частного капитала для финансирования инноваций заставляет государства задуматься о мерах поддержки частных фондов для привлечения их денежных средств.

Имеют место несколько моделей предоставления такой поддержки, например: прямые государственные инвестиции в фонды, которые управляются частными GP; покрытие государством убытков фондов в размере, составляющем определенную долю активов фонда; прямое инвестирование в портфельные компании совместно с частными инвесторами и предоставление инвесторам опционов на последующий выкуп принадлежащих государству акций компании по исторической цене; налоговые льготы для иностранных инвесторов в местные венчурные фонды.

Программы государственных грантов могут оказаться успешными при наличии дополнительной поддержки на более поздних этапах инновационного развития. Компании способны эффективнее коммерциализировать НИОКР с использованием надлежащих инструментов государственной поддержки.

В странах с развитыми рынками венчурного капитала, например, в США, Израиле, Австралии, Канаде и других, существуют программы государственной поддержки для всех стадий цикла инновационного развития: от грантов до мер поддержки венчурных инвестиций. Например, в Австралии - программа R&D (НИОКР), Start Program по предоставлению грантов малому и среднему бизнесу на коммерциализацию инноваций, которую дополняет программа Innovation Funds Program по стимулированию инвестиций венчурных фондов в инновационный малый и средний бизнес.

В США неформальные венчурные инвесторы, хотя и инвестируют обычно в меньших объемах, чем формальные венчурные инвесторы, инвестируют на более ранних этапах, причем чаще всего они финансируют те проекты, которые ни при каких условиях не станут финансировать формальные инвесторы - в первую очередь из-за высоких издержек на различные экспертизы и накладных расходов. В целом же «бизнес-ангелы» ежегодно инвестируют в США, по некоторым оценкам, на порядок больше, чем все вместе взятые формальные венчурные инвесторы.

Бизнес-ангелы представляют собой частных инвесторов, которые вкладывают средства в рискованные (прежде всего, инновационные) проекты ранних стадий, при этом объем инвестиций в один проект, как правило, не превышает 1 млн. евро. Чаще всего в качестве бизнес-ангелов выступают физические лица (в этой роли также могут выступать и юридические лица).

Термин «бизнес-ангел» пришел из сферы американского шоу-бизнеса, где под «ангелом» подразумевали спонсора, финансирующего проект на безвозвратной основе и претендовавшего на прибыль только в случае успеха. Тем не менее, современный бизнес-ангел - это не благотворитель, а именно инвестор, предоставляющий средства в проект с целью получения коммерческой прибыли. В обмен на финансирование он получает значительную долю в капитале компании.

Цель бизнес-ангела - рост капитализации про инвестированной компании и фиксация прибыли через «выход» - продажу своей доли по значительно более высокой цене, чем объем инвестиций. Бизнес-ангел должен обладать значительными средствами, потеря части которых от неудачного вложения в проект не повлияет на его уровень жизни и дальнейшую коммерческую деятельность. Кроме того, бизнес-ангелы диверсифицируют свои вложения, вкладываясь в несколько проектов одновременно. Принципиальное отличие бизнес-ангелов от венчурных фондов состоит в том, что бизнес-ангелы инвестируют в проекты свои собственные средства, тогда как венчурные фонды привлекают капитал широкого круга инвесторов, в том числе институциональных - банков, крупных корпораций, пенсионных и страховых фондов.

Основные различия между бизнес-ангелами и венчурными фондами представлены в табл. 2.2.

Таблица 2.3 - Основные различия между бизнес-ангелами и венчурными фондами

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Параметры | Бизнес-ангелы | Венчурные фонды |
| Источники средств | Собственный капитал | Привлеченный капитал |
| Объем инвестиций в один проект | До 1 млн. долл. | 1-5 млн. долл. |
| Управленческий стиль | Неформальный | Высокий уровень формализации |

Как правило, в перспективе бизнес-ангелы рассматривают для себя возможность стать управляющими (general partner) в венчурном инвестиционном фонде. Есть две основополагающие причины предрасположенности бизнес-ангелов к управлению венчурными фондами:

. Возможность диверсифицировать риск, инвестировать с финансовым рычагом.

. Возможность на деньги фонда выстроить инфраструктуру, в том числе и социальную, для повышения эффективности отбора и работы с портфельными компаниями. Отсутствие в России развитой инфраструктуры венчурной отрасли (в первую очередь социальной) значительно тормозит развитие проектов ранних стадий и, как следствие, посевных венчурных инвестиций.

Обычно бизнес-ангел подключается к проекту на самом раннем и рискованном, «посевном», этапе развития проекта, когда имеется лишь идея и не всегда возможно дать достоверный финансовый прогноз. Привлекательность проектов начальных стадий состоит в их потенциальной сверхприбыльности, поскольку рост капитализации происходит буквально «с нуля» и превышает сотни процентов годовых (табл. 2.6). Эффектные примеры бизнес-ангельского инвестирования - компании Google и Skype.

Примеры сверхприбыльных бизнес-ангельских инвестиций представлены в табл. 2.3.

Таблица 2.3 - Примеры сверхприбыльных бизнес-ангельских инвестиций

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания | Сфера деятельности | Бизнес-ангел | Объем инвестиций | Стоимость доли на «выходе» | Рост, разы |
| AppleComputer | Производство ПК | Имя не разглашается | $91 000 | $154 млн. | 1 692 |
| Amazon.com | Интернет-магазин | Томас Альберг | $100 000 | $26 млн. | 260 |
| BodyShop | Косметика | ИанМакГлинн | 4000 фунтов | £ 42 млн. | 10 500 |
| Апорт | Интернет-поиск | Дж. Авчук | $1M | $ 25 млн. | 25 |
| MlLaboraties | Лечение почек | Кевин Лич | £ 50,000 | £ 71 млн. | 1 420 |

Между венчурными фондами и бизнес-ангелами существует не конкуренция за проекты, а «разделение труда»: бизнес-ангелы принимают участие в формировании компании на «посевной» стадии, когда проект находится лишь на уровне структурирования идеи и бизнес-модели и требует относительно небольших инвестиций. Венчурные фонды инвестируют в основном в стартапы - компании с уже существующим бизнесом и 70 продуктом. При оценке проекта бизнес-ангелы исходят из доходности 40-70% годовых, венчурные инвесторы- 30-40% годовых.

Практика США и Европы показала, что роль бизнес-ангелов в экономике является очень значимой, поскольку именно они, наряду с 3F4 (Friends, Family, Founders - друзья, семья, основатели) выступают основными донорами стартового капитала и дают инновационным проектам «путевку в жизнь».

Несмотря на нехватку венчурного финансирования, в странах со средним уровнем дохода крупные транснациональные корпоративные инвесторы, такие как General Electric, Siemens, IBM, способны даже в большей степени, чем венчурные инвесторы, обеспечить финансирование инноваций. Транснациональные корпорации обычно выступают в качестве соинвесторов при создании местных частно-государственных фондов, в том числе для финансирования проектов в тех секторах экономики, где корпорации заинтересованы в появлении новых технологических компаний / стартапов, способных укрепить их собственный бизнес. Отрасль корпоративного венчурного капитала является важным игроком на венчурном рынке, имеющим значительную роль в развитии как локальной, так и глобальной экономики инноваций.

Успех венчурной индустрии на местном / национальном уровне в зарубежных странах зависит от опыта управленческих команд фондов (рис. 2.7).

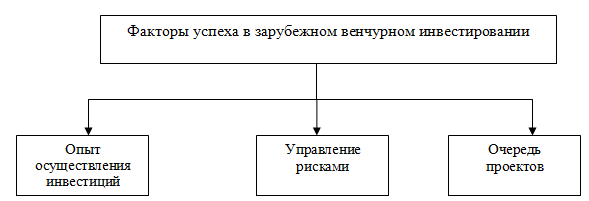


Рис. 2.7. Факторы успеха в зарубежном венчурном инвестировании

Успех наиболее известных венчурных фондов определяется следующими факторами:

. Опыт осуществления инвестиций. Менеджеры венчурных фондов должны обладать управленческим опытом и хорошо знать рынок, чтобы влиять на управленческие решения портфельных компаний и обеспечивать их успех. Венчурные аналитики имеют узкую специализацию, их отличает глубокое понимание новых технологий и своих рынков.

. Управление рисками. Важно уделять внимание управлению рисками: необходимо определиться с профилем риска фонда в зависимости от его бизнес-стратегии. Примером возможной стратегии является диверсификация портфеля компаний таким образом, чтобы высокие прибыли от успешных инвестиций компенсировали возможные потери на остальных проектах (перекрестное субсидирование).

. Очередь проектов. Одним из важных критериев является доступ фондов к качественным проектам - перспективным компаниям, переходящим на новую стадию развития, технологическим или инновационным стартапам (проекты).

В процессе рассмотрения заявок на инвестирование проектов на каждой стадии значительное число заявок отклоняется (рис. 2.8). Согласно данным, предоставленным российской компанией Softline Venture Partners, в 2009 году было отобрано две заявки из 500. Процесс прямого инвестирования - это многошаговая и многоступенчатая процедура

Как правило, из 10 проинвестированных компаний:

3 неудачны;

3 обеспечивают возврат вложенных средств;

3 обеспечивают средний доход, сравнимый с малорисковыми вложениями;

1-сверхдоход, и приносит сотни процентов прибыли, что покрывает издержки, связанные с неудачным инвестированием.

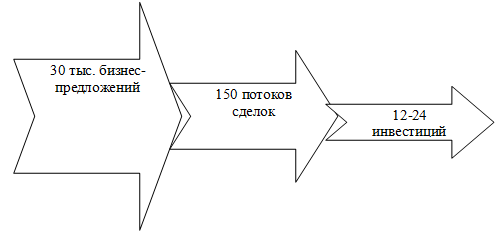


Рис. 2.8 Процедура отбора компаний фондом Draper Fisher Jurvetson (известная «ракета Дрейпера»)

Те проекты, которые успешно проходят первый этап, могут быть отторгнуты на втором этапе и т.д. Только самые ценные проекты из потока сделок проходят через последний этап. Поэтому для фонда очень важным является формирование устойчивого потока заявок на инвестиции, который называется потоком сделок (dealflow). Поскольку только несколько процентов от первоначальных контактов фонда и компании реализуется в форме совершенных сделок, чрезвычайно важно управлять потоком сделок, поступающих в фонд, и их продвижением по различным этапам рассмотрения и одобрения, с большой осторожностью.

Таким образом, поток сделок (dealflow) -это число инвестиционных возможностей - заявок на инвестиции, которые получает и рассматривает управляющая компания фонда за единицу времени - важнейший показатель работы фонда, а также и здоровья экономической среды, в которой фонд действует. Большое число инвестиционных заявок свидетельствует в пользу высокого уровня активности фонда, а также служит индикатором общей динамики в экономике конкретного экономико-географического региона, сигналом наступающего спада или бума.

Финансируемые или управляемые государством фонды, в частности, должны точно отвечать потребностям в конкретной стране и бизнес-среде. Обычно государственные служащие не обладают большим опытом в сфере венчурных инвестиций и технологий, а также готовностью принимать рискованные решения, необходимые для поддержания инновационного процесса на этапе коммерциализации. Кроме того, венчурные фонды, управляемые государственными структурами, обычно работают с успешными компаниями, отбирают наименее рискованные проекты и в основном инвестируют в небольшие компании на более поздних стадиях с менее рискованными продуктами. Государственные фонды ориентированы на задачи бизнеса, при этом залогом успеха является участие в них частного сектора.

Существует ряд рынков (например, Израиль, Тайвань, КНР и США), где государствами создана успешная инфраструктура поддержки венчурной отрасли. Данная поддержка привела к развитию частных венчурных инвестиций в этих странах. Таким образом, государство обеспечило развитие местной венчурной экосистемы, предоставив по существу «стартовый капитал», необходимый для становления венчурного рынка, путем инвестирования в частные фонды.

Государство разделяет риски инвестирования в технологически-ориентированные стартапы (малый и средний бизнес), а венчурные фонды делятся своим коммерческим и управленческим опытом. Эта форма взаимодействия позволяет фондам отказаться от государственной поддержки, если их не устраивают условия ее предоставления.

Наиболее распространенными инструментами поддержки венчурных фондов за рубежом являются:

. Прямое софинансирование. Правительство предоставляет частным фондам ликвидность, выступает в качестве первичного LP-инвестора (инвестор с ограниченной ответственностью) и стимулирует привлечение других потенциальных LP-инвесторов (пример - программа Yozma «инициатива» - программа стимулирования инвестиций, введенная в действия в конце 1992 г.). Эта модель работает только при наличии опытных LP- инвесторов и удобных форм юридического оформления отношений.

Субсидирование прибыли. Государство выступает в качестве покупателя обыкновенных акций или предоставляет гранты, являясь соинвестором наряду с частными инвесторами. Однако при этом оно претендует лишь на небольшую долю прибыли, увеличивая, таким образом, привлекательность инвестирования для частного капитала. Например, Фонд инвестиций в инновации (Innovation investment fund, IIF) был запущен Правительством Австралии для содействия коммерциализации австралийских технологий и содействия быстрорастущим компаниям в выходе на национальные и мировые рынки.

В рамках австралийской программы государство предоставляет венчурным фондам до 2/3 капитала, но претендует лишь на 10% прибыли. Оставшиеся 90% распределяются между частными инвесторами и управленческой командой фонда. В обмен на участие в программе фонды должны инвестировать часть своих средств в малый и средний бизнес, а также в компании на ранних стадиях развития, включая стартапы.

Аналогичные меры принимаются и в других странах - например, в США имеется программа Small Business Investment Company (SBIC) - программа малых инвестиционных компаний, предоставляющих венчурный капитал, Создана в 1958 г. с принятием Закона США о малом инвестиционном бизнесе. Такие программы успешны только в странах, где имеется возможность получения высокой доходности на вложенный капитал.

Предоставление гарантий. В странах с развитой экономикой, позволяющей достаточно корректно производить оценку рисков, существуют модели возмещения убытков. Эти модели успешно используются для стимулирования инвестиций в венчурные фонды. Государство значительно снижает риск убытков, компенсируя определенную их часть инвесторам. В некоторых случаях оно защищает инвесторов от крупных убытков, играя при этом второстепенную роль в распределении прибылей фонда.

В течение последних пяти лет взаимоотношения между государством, венчурными фондами и портфельными компаниями, а также их роли на рынке заметно изменились.

Обвал рынка 2008 г. и трудности с ликвидностью, с которыми столкнулись крупнейшие инвесторы с ограниченной ответственностью, вместе с неожиданно низкой доходностью фондов, обусловленной мировым финансовым кризисом и непостоянством рынка IPO (рынок ценных бумаг, фондовый рынок) (вплоть до практически полного отсутствия новых размещений, особенно на американской фондовой бирже NASDAQ в 2008-2009 гг.), также сыграли свою роль. В 2010 г. на рынке были совершены сделки на крупнейшую за последнее время сумму в 26,2 млрд. долл.

В целом период экономического кризиса характеризовался повышенным уровнем рисков и недостатком прозрачности, активным вмешательством и усилением прямого и косвенного контроля финансового сектора (в том числе индустрии венчурных и прямых инвестиций) со стороны государства.

К одному из выводов по итогам этого периода можно отнести то, что государственные инвестиции в инновации и венчурную индустрию стали ключевым фактором успешной стабилизации и быстрого восстановления экономики после кризиса, а также возвращения на путь устойчивого развития. Объемы государственной поддержки являются одним из ключевых факторов оценки привлекательности венчурного рынка страны с точки зрения инвесторов.

Другой вывод - капиталовложения в наукоемкие отрасли экономики способствуют увеличению инвестиций в целом, проведению инноваций и экономическому росту. Кроме того, тенденция к глобализации и привлекательность рынков стран БРИКС (группа из пяти стран: Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика) повлияли на стратегию фондов как в отношении привлечения средств из других стран, так и в плане выхода на иностранные фондовые рынки, продажу портфельных компаний иностранным стратегическим инвесторам, открытие зарубежных представительств фондов и содействию портфельным компаниям в освоении новых рынков.

Из-за недостатка частного капитала в период кризиса роль государства в поддержке национальной инновационной инфраструктуры существенно возросла, особенно в капиталоемких и требующих долгосрочных инвестиций отраслях, например, в сфере здравоохранения и чистых технологий. Государство становится активным участником венчурного рынка и оказывает помощь в привлечении средств частных инвесторов, разрабатывая новые формы поддержки бизнеса в изменяющихся условиях.

Период сокращения количества и размера венчурных фондов оказал существенное влияние на объемы средств, доступные для стартапов.

В связи с недостатком финансирования со стороны частных венчурных фондов, в этот период усилилась роль бизнес-ангелов (частные инвесторы, вкладывающие деньги в инновационное проекты на этапе создания предприятия в обмен на возврат вложений и долю в капитале) и супербизнес-ангелов (инвесторы, вкладывающие финансовые средства в стартапы), инвестирующих в компании на ранних стадиях, роль корпоративного венчурного капитала на более поздних стадиях развития предприятий, а также роль государственных льгот и программ поддержки. Например, для поддержания венчурной экосистемы и компенсации недостатка посевного финансирования в 2011 г. израильское правительство приняло закон о бизнес-ангелах, который предоставил им существенные налоговые льготы.

В этот период государство становится все более значимым участником рынка как потенциальный LP-инвестор или как соинвестор, разделяющий риски частного бизнеса, а также как инициатор программ поддержки фондов и их портфельных компаний. В качестве LP и активного участника венчурного рынка государственные структуры и банки заинтересованы в получении доходов на вложенные средства, стимулировании предпринимателей и развитии венчурного рынка.

Корпоративные венчурные инвесторы, в том числе работающие в традиционных отраслях экономики, начинают играть все более значимую роль в инвестициях и поглощении инновационных компаний. Это составляет важную часть их глобальной стратегии по выходу на новые рынки и поддержке внутренних инноваций. Исторически крупные транснациональные корпорации тесно взаимодействуют с государственным сектором и пользуются предоставляемыми государством льготами, направленными на поддержку инноваций и венчурного рынка.

В последние годы крупные компании также накопили значительные объемы свободных денежных средств. К примеру, объемы свободных средств американских предприятий по разным оценкам превышают 3 трлн. долл., при этом свыше половины этой суммы размещено за пределами США. Более 1 трлн. долл. США из этих средств приходится на долю технологических корпораций, которые заинтересованы в поглощении перспективных портфельных компаний венчурных фондов.

Сравнительный анализ систем венчурного финансирования инноваций в разных экономиках позволил систематизировать их специфику, представленную в таблице 2.4.

Таблица 2.4 - Сравнительный анализ систем венчурного финансирования инноваций в разных экономиках

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Показатели | США | Европа | Россия |
| Инвестируемые хозяйствующие субъекты | 26% - ранняя стадия; 41 % - экспансия; 10% - приобретение акций; 22% - развитие | 23% - ранняя стадия; 52,8% - экспансия и развитие; 19% - приобретение акций; 6% - прочие | 15% - ранняя стадия; 85% - развитие (реструктуризация) |
| Специалисты-участники | Предприниматели, крупные промышленные предприятия | Банкиры, технологи, инженеры, бухгалтеры, аудиторы, консультанты | Финансисты, ученые, инженеры |
| Распространенная форма | Финансирование на ранней стадии развития бизнеса | Финансирование на поздней стадии развития бизнеса | Финансирование на поздней стадии развития бизнеса |
| Финансово-кредитная система обеспечения | Рынок ценных бумаг, банки, IPO | Банки | Банки |
| Цель финансирования | Технологические инновации | Оборотные средства | Оборотные средства |
| Подход | Отраслевой | По форме приложения капитала | По форме приложения капитала |
| Налогообложение, адаптированное к венчурной индустрии | Да | Да | Нет |
| Распространенный выход на рынок | Биржа (IPO) | Биржа (IPO)Trade sale | Стратегический партнер |
| Наличие инфраструктуры для инвестирования в молодые высокотехнологичные инновационные компании | Да | Да | Нет |

Российская форма венчурного капитала отличается от классической формы. Так, если европейский венчурный капитал представляет собой в большей степени систему развития капитала, то в отечественной экономике его можно характеризовать как реструктуризацию капитала. Наблюдается наличие существенного научно-технического отрыва от среднемирового уровня в ряде отраслей.

Существенный объем венчурных инвестиций в развитых странах осуществляется на базе крупных промышленных предприятий, которые обладают наличием технологического, фондового, технического, интеллектуального, финансово-кредитного обеспечения. Именно их трансфертные каналы обеспечивают взаимодействие и согласование рыночных потребностей и инновационных возможностей. Кроме того, превалирующая форма отечественного инвестирования не затрагивает высокотехнологичные отрасли экономики, ограничивая образование национальных конкурентных преимуществ.

.3 Проблемы управления развитием венчурного инвестирования в России

Несмотря на положительную динамику развития венчурного инвестирования в России, все еще существует множество барьеров, мешающих ускорению развития инновационного бизнеса. Самые значительные из них касаются качества государственной инфраструктуры, а также отсутствия ряда юридических и финансовых инструментов, крайне важных для структурирования сделок. Однако статистика рынка показывает, что инвесторы верят в российский венчурный рынок и готовы работать, несмотря на имеющиеся трудности.

Как показали исследования, рынок венчурных инвестиций в РФ остается непрозрачным. К факторам, влияющим на эффективность развития институциональной среды инновационной деятельности в РФ, можно отнести следующее:

правовая и экономическая среда не стимулируют учреждение венчурных фондов, практически отсутствуют нормативные правовые акты, обеспечивающие функционирование венчурного финансирования малого инновационного бизнеса;

отсутствие приоритета на развитие малого и среднего бизнеса; недостаток отечественных инвестиционных ресурсов (банки, пенсионные фонды, страховые организации не участвуют в работе венчурных компаний) и, как следствие, слабое формирование национального инвестиционного портфеля;

использование преимущественно иностранного венчурного капитала при минимальном участии отечественных компаний, что резко снижает привлекательность данной сферы для зарубежных инвесторов; неэффективное использование средств венчурных фондов;

недостаточная развитость инфраструктуры, способной обеспечить эффективное сотрудничество субъектов венчурной индустрии и малых инновационных фирм, появление новых и развитие действующих малых и средних инновационных предприятий;

отсутствие экономических стимулов для привлечения прямых инвестиций в предприятия высокотехнологичного сектора, обеспечивающих приемлемый риск для венчурных инвесторов, отсутствие гибкой системы налогообложения венчурного бизнеса;

недостаток квалифицированного менеджмента и квалифицированных управляющих венчурными фондами; слабая прозрачность рынка интеллектуального капитала и отечественных предприятий для венчурных инвесторов, что приводит к трудностям в поиске предприятий-реципиентов и инновационных проектов под венчурные инвестиции.

Среди основных препятствий, сдерживающих развитие инвестиций бизнес-ангелов, представители отрасли называют малую информированность участников рынка об успешных проектах, лучших практиках и ключевых событиях в отрасли, а также неразвитость венчурной инфраструктуры, в первую очередь - ассоциаций и иных объединений бизнес-ангелов. Согласно оценкам экспертов, ощутимое положительное воздействие на рынок может оказать содействие со стороны государственных институтов развития в части создания и развития социальной и физической инфраструктуры рынка, а также внедрения прозрачных моделей финансовой поддержки инвестиций бизнес-ангелов.

Стоит также отметить, что совокупные показатели развития рынка инвестиций бизнес-ангелов в России оценить достаточно сложно ввиду наличия значительного числа неформальных инвесторов. Оценки участников рынка и экспертов в отношении числа активных бизнес-ангелов варьируются в диапазоне от 10 до 50 тысяч, в то время как их потенциальное число по оценкам участников рынка может составлять до 0,8% населения России, или 1,1 млн. человек.

В то же время следует отметить, что, ввиду отсутствия закрепленного в законодательстве определения для деятельности бизнес-ангелов, возможности государственных структур в части оказания финансовой поддержки данной категории инвесторов достаточно ограничены.

Еще одной проблемой венчурного инвестирования является отсутствие ясного прогноза exit (продажи доли в компании). На развитых венчурных рынках бизнес-ангелы инвестируют в первую очередь для обеспечения последующего выхода из компании с мультипликатором. Однако в текущей российской ситуации перспективы дальнейшей продажи бизнеса являются в большей степени неопределенными. По мнению респондентов исследования, на данный момент в России нет развитой отрасли IPO, а также практически нет следующего уровня инвесторов в лице Private Equity фондов, у которых были бы «длинные» деньги и мандат на вложение этих денег с высоким риском.

Традиционным источником такого финансирования в развитых экономиках являются пенсионные фонды. Так, в США после внесения в 1979 году изменений в закон ERISA (Employee Retirement Income Security Act) пенсионные фонды получили возможность вкладывать до 10% активов в венчурные компании.

Еще одним важным моментом в области проблем венчурного инвестирования можно назвать то, большинство приходящих за инвестициями людей не нацелены на то, чтобы стать серийными предпринимателями в традиционном понимании. Они не намереваются продавать компании и уступать управление ими новым инвесторам в течение 3-7 лет после инвестиций (что является классическим горизонтом инвестирования бизнес-ангела).

Таким образом, инвесторы ранних стадий не могут подходить к своим инвестициям прагматично, и в своем подходе к вложениям зачастую выступают как энтузиасты, у которых нет ясного понимания cash out.

Бизнес-ангел не должен ниоткуда «выходить» и его призвание - это поддерживать важные для развития общества и экономики проекты, лишь с надеждой (но не расчетом) на возможный возврат своих инвестиций с мультипликатором. Одной из ключевых причин отсутствия «культуры exit’а» является сложность с продажей компаний крупным игрокам рынка.

В России у крупных корпораций нет культуры покупки мелких компаний ради технологий и инноваций.

Законодательство и правоприменение в России не способствует эффективному структурированию венчурных сделок. В России слабо защищены права миноритария, и он в рамках законодательства имеет малое влияние на деятельность компаний. Так как большая часть респондентов считает, что бизнес-ангел по определению должен брать в компании не более чем миноритарный пакет, эти проблемы касаются в первую очередь инвесторов посевной стадии.

Дополнительно осложняющая инвестиционную деятельность проблема - непредсказуемость решений суда. Отдельно необходимо отметить «профессиональную» жалобу на несовершенство законодательства, которую высказывали респонденты-инвесторы (бизнес-ангелы и представители фондов): при структурировании сделок в российской юрисдикции у сторон сделки нет доступа к применению классических схем ангельских инвестиций, распространенных на западных рынках. В первую очередь это акционерное соглашение (shareholder agreement) и конвертируемый заем (convertible loan).

Бизнес-ангелы испытывают недоверие к современным новеллам российского законодательства (введение инвестиционных товариществ, начало признания судами акционерных соглашений) из-за непредсказуемости трактовки действия юридических конструктов каждым конкретным судом.

Следующей ключевой проблемой является низкий уровень доверия между всеми участниками венчурных отношений. Бизнес-ангелы не доверяют друг другу, не склонны рассказывать, что у каждого из них происходит, ни другим бизнес-ангелам, ни инвестиционным фондам. Малое число бизнес-ангелов хотят быть публичными и вести открытую инвестиционную деятельность. Вытекающее негативное последствие - низкий уровень информированности участников отрасли о российских success stories.

Одни из немногих известных респондентам успешных проектов, получивших на ранних этапах ангельские инвестиции, - это Facebook, Yandex и Mail.ru.

В настоящее время на рынке не происходит популяризации success stories. Их малое количество является ключевым препятствием и серьезным демотиватором для потенциальных новых инвесторов ранней стадии.

Низкий уровень доверия между участниками отрасли приводит к серьезным ограничениям возможностей deal flow sharing.

Активная роль государства на посевной стадии затрудняет деятельность бизнес-ангелов Возможность получения государственного финансирования на ранней стадии искажает приоритеты бизнеса начинающих предпринимателей. Так как государственные институты развития сконцентрированы на финансировании НИОКР, предприниматели склонны искусственно завышать наукоемкость своих бизнесов для получения финансирования. Объем работы с грантовой отчетностью также представляется значительным и способен отвлечь небольшую команду основателей от основной работы по разработке и коммерциализации.

В результате работы с проектами, получившими предпосевное грантовое финансирование, бизнес-ангелы сталкиваются со следующими препятствиями:

. Предприниматели, получившие значительное финансирование, склонны высоко оценивать стоимость своего бизнеса, несмотря на то, что разработка, лежащая в его основе, может быть очень далека от прототипирования и последующей коммерциализации.

. Часть проектов на раннем этапе переориентируется с предпринимательства на «грантоориентированный НИОКР». И Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, и Фонд «Сколково» имеют многоступенчатые грантовые программы, подразумевающие, что в случае успешного прохождения первых этапов финансирования компания сможет обратиться за дополнительными деньгами для продолжения разработок. Однако фокус этих программ на НИОКР, а не на коммерциализацию подталкивает предпринимателей к искусственному затягиванию этапа НИОКР в своем бизнес-плане.

Особенно остро эта проблема стоит в IT-секторе, где из года в год ожидаемый срок доведения продукта или технологии до рынка неуклонно сокращается, а конкуренция усиливается.

В то же время, сам механизм грантового финансирования начинающих компаний давно и эффективно работает на развитых рынках. Так, в США по программе Small Business Innovation Research в год в виде грантов распределяется более $2 млрд.

Таким образом, проблема не в том, что есть грантовые агентства, а в том, как они сотрудничают с частными деньгами. Сейчас практически все институты развития принимают любые частные деньги в качестве соинвестиций при выдаче грантов. Необходимо дифференцировать smart money и «обычные» деньги, то есть ввести определенные требования к квалификации инвестора. Желательно, чтобы это было сделано по четким критериям: инвестиционный опыт, количество профинансированных компаний, количество выходов, количество успешных проектов.

Нерешенные проблемы венчурного инвестирования приводят к потере ведущих позиций национальной экономики на рынке товаров и услуг. В качестве обобщенных показателей конкурентоспособности определенного вида хозяйственной деятельности могут использоваться объем и динамика добавленной стоимости на одного занятого.

По данной главе работы можно сделать следующие выводы.

Характерной чертой современного этапа развития венчурного финансирования инновационного развития в ряде стран следует признать устойчивую положительную динамику количественных изменений его основных индикаторов, на фоне которой проявляются признаки улучшения качественных характеристик.

С точки зрения распределения венчурных инвестиций по секторам в целом для российского рынка характерны общемировые тенденции. Анализ развития венчурного инвестирования в РФ показал, что на российском рынке венчурного капитала имеет место положительная динамика появления новых фондов как с участием государственного капитала, так и при поддержке корпоративных структур. Фонды с участием государственного капитала и корпоративные венчурные фонды в совокупности составили около 40% венчурных фондов (примерно 20% и 20% соответственно). Структура соотношения PE vs VC динамично смещается в сторону доминирования последних.

Можно предполагать, что механизм венчурного инвестирования в мировой экономике находится на пороге нового этапа развития, требующего количественных и качественных изменений, которые можно будет использовать в условиях России.

Основными рисками венчурного инвестирования являются: недостаточный уровень компетенций и психологической совместимости команды инновационной компании; отсутствие предсказуемой стратегии возврата инвестиций и возможных инвесторов следующего раунда; переоценка рыночной обоснованности бизнес-модели; риск недостижения заявленных параметров технологии (риск практически не управляется); конфликт технологии компании с международным технологическим трендом или «road-map» международных технологических лидеров или технологической платформой; попадание продукции в сектор двойного / военного назначения (для западных рынков - часто оказывается преимуществом, т.к. возникает гарантия выгодного для инвестора выхода).

Как показало исследование, основными проблемами развития венчурного инвестирования в России является: отсутствие в российском законодательстве адекватной организационно-правовой формы для деятельности фондов прямых и венчурных инвестиций; излишняя зарегулированность и негибкость существующих организационно-правовых форм для инновационных стартапов; недостаточный объем грантовой поддержки инноваторов на ранних (предпосевных) стадиях; неприменимость системы государственных инвестиционных гарантий для инновационных стартапов; слабая интеграция в глобальную инновационно-венчурную экосистему и существенные барьеры при проведении международных операций инновационными стартапами.

Большая часть проблем развития венчурного инвестирования в России порождена континентальной системой права в Российской Федерации, и прямое введение норм законодательства США, облегчающего структурирование венчурных сделок, в России принципиально невозможно.

## 3. Перспективы развития венчурного инвестирования в России

.1 Совершенствование механизма государственной поддержки венчурного инвестирования

Венчурное инвестирование является механизмом, обеспечивающим инновационное развитие национальной экономики. Для решения основных проблем венчурного предпринимательства необходима активная государственная политика, направленная на создание благоприятных условий и инфраструктуры для реализации инноваций.

Целесообразной представляется стимулирование разработки единых стандартов деятельности для отрасли и квалификационных требований для бизнес-ангелов в целях частичной формализации данного сегмента рынка, с последующей проработкой мер поддержки по двум основным направлениям - оказание информационной поддержки путем развития объединений бизнес-ангелов и внедрение механизмов финансовой поддержки бизнес-ангелов.

При этом следует отдельно учесть, что мероприятия по формализации рынка должны быть направлены исключительно на категорию инвесторов, заинтересованных в получении государственной поддержки.

Перечень предложений для проработки на среднесрочную перспективу включает в себя следующие направления:

стимулирование разработки (с привлечением объединений бизнес-ангелов) квалификационных требований для бизнес-ангелов, стандартов деятельности для отрасли, системы сертификации бизнес-ангелов и законодательное закрепление статуса бизнес-ангелов; предоставление объединениям бизнес-ангелов возможности аттестовать бизнес-ангелов и выдавать соответствующие сертификаты;

разработка мер по вовлечению успешных предпринимателей в инвестиционную деятельность на ранних стадиях, содействие развитию менторства в сфере инвестиций;

разработка мер по поддержке объединений бизнес-ангелов (ассоциаций, национальных сетей бизнес-ангелов и т.д.) в целях повышения информированности предпринимательского сообщества о возможностях привлечения инвестиций на ранних стадиях, развития площадок для обмена опытом и передачи лучших практик, а также сбора релевантной статистики о состоянии отрасли;

разработка схемы взаимодействия бизнес-ангелов с участниками действующих программ поддержки (в том числе с резидентами бизнес-инкубаторов, технопарков, центров включения информации о действующих бизнес-ангелах в соответствующие разделы на региональных и федеральных порталах поддержки МСП);

разработка мер (совместно с Минфином России) по поддержке бизнес-ангелов в форме предоставления налоговых вычетов по доходам, полученным в ходе инвестиционной деятельности и/или частичного софинансирования на конкурсной основе деятельности инвесторов.

Защита прав бизнес-ангелов невозможна без их определения в качестве субъекта российского права. В пример можно привести институт квалифицированных инвесторов, распространенный в США.

В России единственным нормативным документом, в какой-либо мере регулирующим деятельность бизнес-ангелов, является Приказ ФСФР от 18 марта 2008 г. № 08-12/пз-н «Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами». В нем бизнес-ангелы определяются как частные высококвалифицированные инвесторы, «имеющие собственный капитал не менее 100 млн. руб.; оборот за последний год не менее 1 млрд. руб., и сумма активов должна быть равна не менее 2 млрд. руб.». Такая формулировка дает простор для трактовок и никаким образом не специфицирует бизнес-ангелов с точки зрения роли на рынке венчурного инвестирования.

Для сравнения можно привести определения организации EBAN: «Бизнес-ангелы - индивидуальные инвесторы, осуществляющие прямое финансирование на ранних этапах перспективных бизнес-проектов компаний, не имея родственных связей с их участниками. Бизнес-ангелы финансово независимы и инвестируют собственные средства, что не сказывается на их финансовом положении. БА могут действовать самостоятельно или в составе синдикатов (формальных или неформальных). БА осуществляют как финансовую, так и нефинансовую поддержку проектам на различных этапах реализации».

Проблема определения статуса бизнес-ангелов является одним из основных препятствий к выстраиванию системы эффективного стимулирования рынка, которая бы способствовала развитию посевных инвестиций в России. Это было бы первым шагом к реальному усилению защиты прав частных миноритариев в компаниях. Однако пока не окончательно ясно, в каком виде мог бы быть реализован такой механизм, учитывая выявленное отрицательное отношение к перспективе формализации института ангельских инвестиций.

В качестве стимулирующих мер государственной политики в области венчурного рынка можно предложить следующие меры (рис. 3.1): увеличение объемов заемного финансирования; ослабление административных барьеров на участие в проекте; облегчение финансового бремени для инвестора; информационная поддержка.

Рассмотрим содержание предложных мер по стимулированию государственной политики в области венчурного рынка.

. Отмена институциональных барьеров для инвесторов в части участия в проекте

Данная мера государственной политики - одна из самых очевидных и одновременно одна из самых нелегких. Безусловно, те административные барьеры, которые создаются для инвесторов в рамках деятельности посевного инвестирования, призваны снизить риски разводнения капитала (ФЗ-217) собственно авторов проекта и по сути являются мерой защиты стартапов. Однако именно по этой причине в силу специфики российского рынка венчурного инвестирования бизнес-ангелы редко афишируют свою деятельность и берут проект под свой контроль неформальным образом.

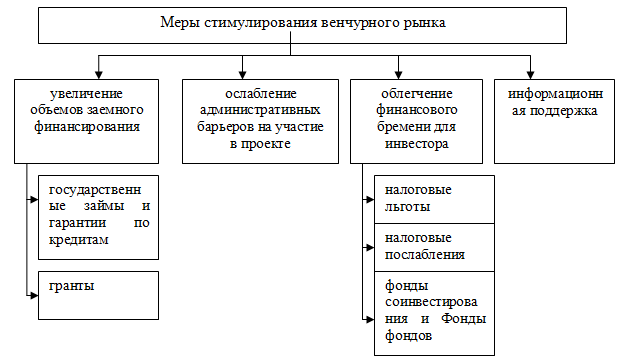


Рис. 3.1. Меры стимулирования венчурного рынка

. Государственные займы и гарантии по кредитам

Государство может осуществлять займы для мелкого и среднего бизнеса, а также выступать гарантом по коммерческим займам для индивидов и команд, желающих запустить свой проект. Ключевой вопрос в случае такого финансирования, ответ на который недоступен в силу отсутствия информации по неудачным сделкам: насколько эффективно предоставлять займы на основании государственной помощи проектам, которые не соответствуют критериям и требованиям обычного кредитования?

. Гранты. Помимо притока инвестиций в инновационный сектор за счет государственных грантов, сама процедура отбора проектов с целью предоставления гранта может оказывать положительный эффект на исход проекта, поскольку является дополнительным скринингом, в ходе которого команда нового проекта более тщательно прорабатывает свою будущую бизнес-модель, что приводит к повышению качества и результативности проектов на рынке венчурного инвестирования.

. Налоговые послабления

Налоговые послабления могут носить форму возврата части подоходного налога, частичного или полного освобождения от налогового бремени.

Интересным вариантом непрямых финансовых механизмов стимулирования инвестиций бизнес-ангелов является «налоговая филантропия», которая позволяет налогоплательщикам частично перенаправлять уплату подоходного налога (или, как в случае Франции, налога на роскошь) на финансирование инновационных проектов.

Мировой практике известны следующие наиболее распространенные методы государственного налогового регулирования:

изменение состава и структуры системы налогов,

замена одного способа или формы налогообложения другими,

изменение и дифференциация ставок налогов,

изменение налоговых льгот и скидок, их переориентация по направлениям, объектам и плательщикам,

полное или частичное освобождение от налогов,

налоговые каникулы или амнистия: отсрочка платежа или аннулирование задолженности,

изменение сферы распространения налогов.

Практики налоговых послаблений, действующие за рубежом, можно представить в табл. 3.1.

Применительно к деятельности венчурных инвесторов, и в особенности к деятельности бизнес-ангелов, имеет смысл говорить о таких мерах налогового стимулирования, как изменение налоговых ставок (налоговых скидок), налоговых отсрочках и включении ангельских инвестиций для переучета размера налогооблагаемой базы.

Таблица 3.1 - Практики налоговых послаблений, действующие за рубежом

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Страна | Скидка на налогообложение | Налоговые послабления в части налогов на прирост капитала | Уменьшение налогооблагаемой базы на величину инвестиций в текущем году или в предшествующем инвестированию | |
|  |  |  | В части налогов на прирост капитала | Зачет инвестиций в форме расходов, убытков |
| Франция | 25% (для объемов инвестирования 20-40 тыс. евро в год) + 75% по налогу на роскошь |  |  |  |
| Израиль | Засчитываются как убыток |  |  |  |
| Италия |  | При возобновляемых инвестициях в течение календарного года |  | С ограничениями |
| Португалия | 20% (но не превышая 5% совокупного дохода) |  |  |  |
| Великобритания | 30% (при максимуме в 50 тыс. евро (увеличение до 1 млн. в 2012 г.) |  | При инвестициях в определенный круг компаний, поддерживаемых государством |  |

Разработка стимулирующей налоговой политики в отношении бизнес-ангелов требует детальной проработки с точки зрения макроэкономической эффективности подобных мер на основе сопоставления выгод и издержек (потерь налоговых доходов государства).

В 2012 году Национальной Ассоциацией Бизнес-Ангелов совместно с Институтом Гайдара были проанализированы распространенные в мире конкретные практики стимулирования бизнес-ангельских инвестиций через предоставление налоговых льгот.

В результате анализа было выявлено 3 основных подхода к подобному стимулированию:

. Преференции при налогообложении приростов капитальной стоимости инвестиций (capital gains).

Во многих странах доходы налогоплательщиков в виде прироста капитальной стоимости активов облагаются налогом по ставке, пониженной по сравнению с общей эффективной ставкой. Такие положения законодательства не направлены напрямую на поддержку бизнес-ангелов, хотя они могут воспользоваться ими наравне с другими налогоплательщиками. Согласно российскому законодательству, реализация долей и акций российских организаций, принадлежащих к высокотехнологичному сектору экономики и находившихся во владении налогоплательщика более 5 лет, не облагается налогом (норма действует с 1 января 2011 года). Расширение данного послабления специально для бизнес-ангелов во время экспертной проработки было признано нецелесообразным.

. Учет для целей налогообложения убытков от инвестирования.

На данный момент в России проблема учета для целей налогообложения убытков от бизнес-ангельских инвестиций решена только для случаев реализации ими котируемых на бирже (обращающихся) ценных бумаг. Так как попадание акций высокотехнологичной компании на биржу в подавляющем большинстве случаев означает удачную инвестицию, данная льгота является бесполезной.

В ходе экспертной проработки были высказаны следующие предложения по возможной реализации этой льготы:

выделить бизнес-ангелов в особую группу налогоплательщиков;

предоставить им право учитывать при налогообложении убытки от реализации долей в капитале организаций, в том числе переносить такие убытки на будущие периоды;

распространить учет убытков исключительно на минимизацию налогооблагаемой базы по доходам от аналогичных операций (убытки от одних инвестиций уменьшают прибыль от инвестиций в другие общества такого же типа).

. Налоговый вычет, предоставляемый в момент инвестирования. Как показывает международный опыт, многие страны пошли именно по пути предоставления бизнес-ангелам специального налогового вычета или налогового кредита (в частности, США и Канада (на региональном уровне), Япония, Сингапур, Великобритания, Ирландия, Португалия, Франция. Параметры предоставляемых налоговых льгот различаются, но все они определяются через строго очерченный набор характеристик:

кто имеет право на льготу: индивидуальные инвесторы и/или ассоциации;

процедура аккредитации лиц, заинтересованных в квалификации на льготу;

процедуры и ограничения установлены для объектов инвестиций;

ограничения на форму осуществления инвестиций;

ограничения на распоряжение объектом инвестиций полученных средств;

кто администрирует льготу;

требования к отчетности инвестора и/или компании;

ответственность за неправомочное использование льготы;

количественные параметры: минимальная сумма инвестиций, период инвестиций, максимальная сумма льготы в налоговом периоде;

вид дохода, для уменьшения налогооблагаемой базы по которому можно использовать льготу.

В ходе предварительных работ по подготовке предложений о внесении в законодательство изменений, направленных на налоговое стимулирование венчурных инвестиций ранней стадии, было принято решение проработать вариант введение подобного налогового вычета на сумму инвестиций от 300 тыс. руб. до 3 млн. руб. в год, осуществляемых бизнес-ангелами или инвестиционными товариществами, участниками которых являются исключительно бизнес-ангелы. Одной из задач проводившегося ВЦИОМ по заказу ОАО «РВК» исследования было выявление мнение участников отрасли о необходимости введения налоговых льгот для бизнес-ангелов и их соответствующей аккредитации (формализации).

. Фонды соинвестирования

Фонды соинвестирования позволяют, во-первых, объединить усилия государственных институтов и ангелов, облегчив тем самым финансовую нагрузку на последних. Одновременно это дает возможность бизнес-ангелам участвовать не в одном, а в серии проектов и сформировать диверсифицированный портфель, что уже приближает его к венчурному инвестору или венчурному фонду. Стратегия «Фонд фондов» означает, что бизнес-ангел может инвестировать не в набор проектов, а в набор фондов по своему усмотрению, исходя из своей оценки риска и склонности к нему.

. Стимулирование развития ассоциаций и сетей бизнес-ангелов

Содействие процессу формирования ангельских бизнес-ассоциаций - одна из наиболее приоритетных задач государственной политики в этом направлении, поскольку способствует более скорому становлению и созреванию рынка, повышению транспарентности, а значит, управляемости и эффективности процессов и взаимодействий между основными его участниками.

Содействие государства может заключаться в освещении и популяризации деятельности бизнес-ангелов, предоставлении информационных площадок для обмена опытом в рамках конференций - то есть в форме не обязывающего партнерства. Также государство может самостоятельно создавать национальные, федеральные, отраслевые и другие ассоциации в форме государственных некоммерческих структур.

Помимо выполнения собственно функции управления, государство играет сразу несколько значимых ролей в экономике. Во-первых, оно является поставщиком различного рода государственных услуг как для физических, так и для юридических лиц, причем от качества и скорости их предоставления зависят очень многие социально-экономические параметры. И в этой сфере давно назрела необходимость применить организационные, административные и технологические инновации. Во-вторых, государство выступает крупнейшим потребителем товаров и услуг, учитывая внушительный размер госсектора в экономике России. А это означает, что процесс госзакупок, хотя бы отчасти ориентированный на инновационные продукты, услуги и работы, создаст заметный спрос на продукцию высокотехнологичных компаний.

Таким образом, меры государственной поддержкой венчурного финансирования в РФ могут включать:

законодательное и нормативно-правовое регулирование научно-технической, инновационной и венчурной деятельности;

решение правовых проблем интеллектуальной собственности, системы льгот и мотивации труда;

стимулирование государственной политики в области венчурного рынка за счет увеличения объемов заемного финансирования; ослабления административных барьеров на участие в проекте; облегчения финансового бремени для инвестора; информационной поддержки;

создание и поддержка экономических условий и стимулов развития венчурного предпринимательства посредством развития системы госзаказа, совершенствования планирования научно-технического развития, эффективных финансово-кредитных рычагов;

формирование организационно-управленческих условий венчурной индустрии путем совершенствования управления государственной собственностью.

Все вышеперечисленные меры надлежит осуществлять в соответствии со стратегией государственной политики в сфере венчурного бизнеса, входящей в единую концепцию развития инновационной и инвестиционной деятельности.

.2 Рекомендации по формированию инфраструктуры, поддерживающей венчурную деятельность

В настоящее время отрасль нуждается в налаживании связей между различными категориями участников. Не хватает качественных инкубаторов и бизнес-акселераторов ранней стадии, а также площадок для развития инвестиционного процесса.

Отрасль нуждается в популяризации идей и принципов венчурного инвестирования, налаживании «лестниц финансирования», увеличении заинтересованности и осведомленности стратегических инвесторов о возможностях участия в венчурной жизни. Отрасль испытывает огромный информационный голод, и для получения объективных данных о происходящих в ней процессах необходимо вести систематическую исследовательскую деятельность, направленную на поиск и популяризацию success stories, фактов сделок, культуры высокотехнологического предпринимательства.

Ключевым камнем преткновения на пути к росту бизнес-ангельских инвестиций является отсутствие возможностей для качественного deal flows haring. Это связано с проблемой доверия между потенциальными соинвесторами, а также с объемом и качеством сделок и компаний, наблюдаемых участниками рынка в deal flow. Для увеличения обоих показателей требуется планомерное и целенаправленное участие государственных институтов развития в создании инфраструктуры отрасли и социальных связей.

Недостаточно развитая кооперация и интеграция в научно-технической и инновационной сферах продолжает препятствовать активному формированию рынка венчурных инвестиций. Дальнейшее развитие инновационной инфраструктуры и формирование венчурной инфраструктуры (научно-исследовательские, информационно-аналитические, консалтинговые центры, организации по поддержке малого бизнеса, бизнес-школы, коучинг-центры и т. д.) будут способствовать появлению новых и развитию существующих малых и средних быстрорастущих инновационных предприятий в научно-технической сфере, способных стать привлекательными объектами для венчурных инвесторов.

Мировой опыт показывает, что для успешного использования имеющегося инновационного потенциала в стране важно создать условия, при которых цепочка «изобретатель - инвестор - управляющая компания» будет эффективно работать. Для этого необходимы следующие условия:

наличие информационного поля (когда каждое звено знает о существовании двух других);

страхование на каждом этапе (когда процесс продолжается или прекращается по результатам предыдущего этапа);

безвозмездная государственная поддержка самого рискового этапа данной цепи - изобретение;

закрепление на законодательном уровне благоприятных условий участия для инвесторов (как национальных, так и иностранных; как частных, так и государственных);

осуществление грамотного предпринимательского подхода к коммерческой реализации проекта (когда даже при средней инновационной разработке компания профессиональных менеджеров способна достичь максимальной экономической прибыли);

защита прав на вновь созданную по результатам инновационного проекта интеллектуальную собственность.

Решению проблемы низкой информированности участников рынка венчурного инвестирования может способствовать повышение прозрачности, профессионального уровня бизнес-ангелов, раскрытие информации о проводимых сделках. Так, еще 5 лет назад в секторе венчурных фондов также наблюдалась проблема недоверия. Сейчас около трети официально анонсируемых сделок являются синдицированными: в них участвует синхронно более одного инвестора. Рынок венчурных фондов стал более профессиональным, более открытым, на нем значительно повысился уровень кооперации. Можно предположить, что, то же самое будет и с бизнес-ангелами, это вопрос времени и числа ангелов, то есть ликвидности этого рынка.

Государственные институты развития со своей стороны могут предпринять действия, повышающие ликвидность рынка, в том числе за счет организационной и технической поддержки.

Институты развития являются основными инструментами инновационного развития по нескольким причинам. Во-первых, они выступают в качестве соорганизаторов и ключевых источников финансирования крупных проектов, нацеленных на достижение прорывных результатов по стратегически значимым направлениям. Во-вторых, институты развития формируют инфраструктуру, обеспечивающую свободный доступ приоритетных сфер экономики к необходимым финансовым, инновационным и информационным ресурсам.

В первом случае можно говорить о прямом влиянии деятельности данных институтов на параметры социально-экономического развития. Результаты этой деятельности могут быть оценены как приращение в объемах производства, экспорта, мощностей, в интенсивности внедрения инноваций вследствие осуществления конкретных проектов. Во втором случае можно говорить о косвенном влиянии деятельности данных институтов на социально-экономическое развитие - через изменения в рыночных условиях, создающие предпосылки для позитивных социально-экономических сдвигов. В этом случае именно данные изменения являются мерилом результативности деятельности институтов развития.

В качестве со-инвесторов институты развития выступают по проектам в высокотехнологичных отраслях экономики, включая авиационную, ракетно-космическую, судостроительную, электронную промышленность, атомный энергопромышленный комплекс, информационно-коммуникационный сектор.

Направленность поддерживаемых проектов соотносится с приоритетами развития соответствующих отраслей, содержащихся в отраслевых стратегиях и программах развития. Помимо поддержки проектов по приоритетным направлениям, институты развития нацелены на создание доступной для производителей всех отраслей с высокой степенью переработки продукции системы экспортного кредитования и страхования, государственных гарантий при выполнении совместных с иностранными заказчиками проектов в сфере высоких технологий, лизинга высокотехнологичного дорогостоящего оборудования.

Относительные масштабы деятельности организаций инновационной инфраструктуры (оцениваемые по доле поддерживаемых малых инновационных компаний в общем числе организаций, а также в прибыли нефинансового сектора, по соотношению объема привлекаемых инновационной инфраструктурой средств и др.) должны быть сопоставимы с параметрами стран со средним и высоким уровнем развития инновационного бизнеса.

В настоящее время государственные институты развития во многом видят свою роль в поддержке на ранних стадиях наукоемкого, высокотехнологичного бизнеса. Однако рабочие места в венчурной отрасли создаются в первую очередь на новых предприятиях в сфере IT и Интернета, которые зачастую не требуют НИОКР в традиционном понимании. В результате такие компании либо лишаются поддержки, либо на ранних этапах развития искусственно увеличивают наукоемкость своей разработки в надежде получить финансирование от агентов государственной поддержки.

Снижение значимости критерия наукоемкости разработок при выборе объектов для государственной поддержки имеет потенциал стать значимым стимулом для рынка.

Сегмент низкотехнологичного бизнеса также может стать площадкой для экспериментальной работы государственных институтов развития с бизнес-ангелами. Более простые бизнесы требуют меньшего технологического due diligence, компетенций бизнес-ангелов и ресурсов. С этой точки зрения низкотехнологичные проекты могут стать значимой площадкой для тестирования механизмов соинвестирования.

Некоторые отрасли, в частности, биотехнологий и чистых технологий в настоящее время практически лишены поддержки со стороны бизнес-ангелов.

Государственным институтам развития предстоит применить значительные усилия, для того чтобы дать толчок развитию этих отраслей. Целесообразно было бы четко разграничить начинания по стимулированию IT и интернета с действиями по поддержке более «тяжелых» отраслей. Введение специализированных правил и процедур повысит эффективность развития этих ниш. diligence инвестиционных проектов в этих сферах требует большого количества времени и ресурсов. Скорее всего, со временем эту роль на посевных стадиях начнут брать на себя венчурные фонды, обладающие экспертизой и достаточным персоналом для анализа deal flow. Государственные институты развития могут способствовать этой тенденции, стимулируя создание и работу таких фондов и проектов, которые проходят через них.

Снижению уровня недоверия в отрасли сильно способствовали бы механизмы, направленные на предварительный скрининг проектов, отбираемых бизнес-ангелами. Типичный российский бизнес-ангел - это очень занятой человек, в подавляющем большинстве случаев активно вовлеченный в существующий «основной» бизнес. В такой ситуации у него крайне мало времени на то, чтобы тщательно разбираться в проекте, что повышает воспринимаемую неопределенность и, как следствие, недоверие. Огромное число действующих и потенциальных ангелов готовы просматривать объекты для инвестиций в лучшем случае раз в месяц, и было бы очень полезно иметь механизм, который бы отсеивал некачественные проекты на предварительном этапе. Вероятно, таким механизмом может стать отбор, осуществляемый ассоциацией или более-менее свободным сообществом бизнес-ангелов. Для этого необходимо, чтобы во главе такого сообщества стояло несколько лидеров, которые могли бы отдавать другим членам «остаточный deal flow» или эффективно соинвестировать с ними.

Ключевым фактором привлечения бизнес-ангелов в такую ассоциацию станет личность и репутация лидеров.

Для решения проблемы создания культуры венчурного инвестирования можно предложить следующие меры:

. Популяризацию классического подхода к развитию венчурного проекта: через разные стадии, в соответствии с которыми выстраивается инвестиционная стратегия, позволяющая ранним инвесторам зафиксировать свою прибыль от вложений.

. Управление ожиданиями бизнес-ангелов через демонстрацию успешных инвестиционных историй без среднесрочных выходов из инвестиций. Если такие истории рассматривать как нормальные, то можно выбрать среди них несколько показательных и представлять их как легитимную альтернативу классической венчурной лестнице инвестирования.

. Пропаганду серийного предпринимательства. Если основатель компании будет с самого начала рассматривать возможность продажи бизнеса стратегическому инвестору на раннем этапе, он будет активней искать этого «стратега» или заинтересованный инвестиционный фонд.

Если в экономике увеличится количество людей, которые будут настроены на то, чтобы на раннем этапе капитализировать свои бизнес-идеи и компетенции через традиционные механизмы рынка M&A, то и бизнес-ангелам будет легче и комфортнее инвестировать.

В области формирования инфраструктуры венчурного инвестирования большую роль играют институты развития играют, являясь организационной формой осуществления венчурных инвестиций со стороны государства. Они преодолевают «провалы рынка» там, где частный инвестор недостаточно стимулирован на осуществление инвестиций.

.3 Пути совершенствования оценки и управления венчурными инновационными рисками

Механизм управления рисками включает комплекс мер по выявлению, оценке и минимизации рисков. Для выявления рисков, как правило, используются экспертные методы или метод аналогий. В данном случае важное значение имеет опыт экспертов и/или опыт реализации подобных инновационных проектов, осуществляемых ранее другими инвесторами.

Для оценки риска проекта в случаях, когда в связи с отсутствием достоверной информации использование статистических данных не представляется возможным, применяются эвристические методы или экспертные методы оценки.

К достоинствам экспертного метода можно отнести отсутствие необходимости в точных данных и дорогостоящих программных средствах, простоту оценки и возможность ее осуществления до расчета эффективности инновационного проекта. Основными недостатками экспертно- го анализа являются сложность привлечения независимых экспертов и высокая степень субъективности в оценке.

Основным инструментом управления рисками является страхование. Однако для инновационной фирмы данный способ ограничения риска не всегда доступен из-за высоких размеров страховых взносов. Кроме того, страховые компании принимают к страхованию не все риски, особенно связанные с инновационной деятельностью. Такой способ ограничения риска чреват злоупотреблением со стороны страховщика и увеличивает затраты, а соответственно, и стоимость риска. Иногда премия, которая запрашивается страховщиком за принятие риска, превышает цену, которую страхователь считает разумной за передачу данного риска.

Еще одним способом ограничения риска при осуществлении венчурной деятельности является резервирование денежных средств (самострахование), который заключения в создании резерва на покрытие непредвиденных расходов. При этом определяется соотношение между потенциальными рисками, влияющими на стоимость проекта, и расходами, необходимыми для преодоления сбоев в реализации венчурного проекта. Трудность заключается в достоверной оценке возможных последствий рискового события. Такой способ ограничения рисков является целесообразным, если затраты на создание резервов меньше страховых взносов при страховании.

Другим способом ограничения риска при осуществлении венчурной деятельности является распределение риска между венчурным инвестором и предпринимателем, или передача риска сторонней организации путем заключения соответствующих договоров (договор подряда, контракты на перевозку грузов, договор лизинга, договор факторинга и др.).

Кроме перечисленных способов возможно использование опционного подхода к управлению рисками венчурной деятельности. При этом возможны следующие опционы:

опцион на стратегические инвестиции (возможность осуществления венчурного проекта, дающего начало будущим проектам);

опцион на отсрочку венчурного проекта (возможность отложить начало венчурного проекта);

опцион на прекращение венчурного проекта (возможность отказаться от осуществления венчурного проекта).

В любом случае при принятии решения по предупреждению или снижения риска венчурного инвестирования необходимо проводить оценку эффективности реализуемых мероприятий. При этом мероприятие считается эффективным, если выполняется условие:

ΔS+ ΔNPV > D, (3.1)

где ΔS - уменьшение потерь (приведенная величина), которое обеспечивает противорисковое мероприятие,

ΔNPV - прирост чистой текущей стоимости венчурного проекта за счет уменьшения ставки дисконтирования (из-за снижения уровня риска венчурного проекта);

D - приведенные затраты на реализацию противорискового мероприятия.

Такую оценку целесообразно проводить, если существует несколько вариантов реализации противорисковых мероприятий и необходимо выбрать более эффективный вариант.

Выбор инструментов снижения рисков венчурного инвестора во многом зависит от того, на каком этапе венчурного процесса находится инновационный проект. Так, на этапе первичной оценки инвестиционной возможности инвесторы уделяют большое внимание рискам, которые слабо поддаются контролю.

На этапе процедуры due diligence, которая также в значительной степени направлена на выявление рисков, осуществляется углубленное изучение бизнеса компании и ее продуктов или услуг, интеллектуальной собственности, проводятся reference checks - сбор отзывов об акционерах и топ-менеджерах компании, а также анализ рынка, финансовых отчетов и прогнозов, юридических документов, возможностей выхода из инвестиции и т.д.

На этапе подготовки инвестиций и структурирования сделки используются инструменты, направленные в основном на защиту положения венчурного инвестора в компании.

И, наконец, после осуществления первого транша венчурного финансирования инвестор включается в работу, стараясь как можно быстрее добиться существенного уменьшения наиболее важных рисков. Например, помогает в формировании полноценной команды, доработке технологии, выводе продукта на рынок.

Таким образом, к числу методов, направленных на уменьшение риска в венчурном инвестировании, можно отнести: тщательный отбор проектов для инвестирования; ступенчатую систему финансирования, когда финансирование каждой последующей стадии развития проекта производится только при достижении определенных успешных результатов на предыдущей стадии; диверсификацию - как по проектам, как таковым, так и по отраслям, географическим регионам и стадиям развития; опыт и знания менеджера как средство изменить соотношение доходность-риск. Из этого следует, что, осуществляя свою деятельность в условиях чрезвычайно высоких рисков, венчурные инвесторы вынуждены уделять большое внимание идентификации и минимизации рисков. Часть усилий по уменьшению рисков связана с защитой инвестором своего положения в компании, но основные усилия имеют отношение к рискам самого бизнеса и его окружающей среды. Венчурные инвесторы стремятся понять риски бизнеса, стараются избегать рисков, на которые у них нет влияния. Устранение или уменьшение критичных рисков приводит к успеху инновационного проекта.

По данной главе работы можно сделать следующие выводы.

Государственная поддержка венчурного финансирования в РФ может включать: законодательное и нормативно-правовое регулирование научно-технической, инновационной и венчурной деятельности; решение правовых проблем интеллектуальной собственности, системы льгот и мотивации труда; стимулирование государственной политики в области венчурного рынка за счет увеличения объемов заемного финансирования; ослабления административных барьеров на участие в проекте; облегчения финансового бремени для инвестора; информационной поддержки; создание и поддержка экономических условий и стимулов развития венчурного предпринимательства посредством развития системы госзаказа, совершенствования планирования научно-технического развития, эффективных финансово-кредитных рычагов; формирование организационно-управленческих условий венчурной индустрии путем совершенствования управления государственной собственностью.

Для создания инфраструктуры венчурного инвестирования большую роль играют институты развития, они формируют комплексную инфраструктуру поддержки прикладных инноваций, охватывающую все стадии инновационного процесса, а также все сферы поддержки: финансовую, производственно-технологическую, кадровую, информационно-консультативную и др.

Для снижения рисков венчурного инвестирования можно применять такие методы управления рисками венчурного инвестирования, как страхование, самострахование, распределение риска между венчурным инвестором и предпринимателем, или передача риска сторонней организации, а также использование опционов.

Безусловно, все рассмотренные проблемы формирования венчурной индустрии в РФ невозможно решить быстро. Тем не менее, решение важнейших задач, направленных на развитие венчурной деятельности в РФ вполне осуществима с помощью предложенных инструментов и будет зависеть от принимаемых правовых, экономических и институционально-организационных мер со стороны органов государственного регулирования.

## Заключение

В результате проведенного исследования можно сделать следующие выводы и рекомендации.

Венчурный капитал выступает источником финансирования различных инвестиций в инновационном процессе как в новые, технологичные, научно обоснованные образования в сфере бизнеса, так и в другие рыночные и финансовые структуры

Венчурное инвестирование - это высокорисковые вложения капитала. Объектом венчурного инвестирования являются инновационные компании, целью деятельности которых является производство и коммерциализация инновации. Инновационные компании имеют высокие потенциалы роста и масштабирования бизнеса, но с труднопросчитываемыми рыночными перспективами на этапе первоначальных инвестиций.

В настоящее время единого представления о понятии венчурного капитала в науке и законодательстве не существует. Венчурные фонды представляют собой главный элемент венчурной инвестиционной деятельности. Согласно действующему законодательству РФ венчурное финансирование осуществляется путем формирования венчурных фондов, создаваемых в форме простого товарищества и инвестиционного фонда (закрытый паевой инвестиционный фонд или акционерный инвестиционный фонд).

Проведенный анализ подходов и методов оценки эффективности инноваций позволяет сделать следующие выводы. Используемые в отечественной практике методы оценки эффективности инноваций не имеют на первоначальном этапе отсев явно бесперспективных инноваций, не учитывают специфические особенности инновационных проектов, а именно не учитывают высокую неопределенность, не учитывают многокритериальную природу инноваций.

Характерной чертой современного этапа развития венчурного финансирования инновационного развития в ряде стран следует признать устойчивую положительную динамику количественных изменений его основных индикаторов, на фоне которой проявляются признаки улучшения качественных характеристик.

С точки зрения распределения венчурных инвестиций по секторам в целом для российского рынка характерны общемировые тенденции. Анализ развития венчурного инвестирования в РФ показал, что на российском рынке венчурного капитала имеет место положительная динамика появления новых фондов как с участием государственного капитала, так и при поддержке корпоративных структур. Фонды с участием государственного капитала и корпоративные венчурные фонды в совокупности составили около 40% венчурных фондов (примерно 20% и 20% соответственно). Структура соотношения PE vs VC динамично смещается в сторону доминирования последних. венчурный капитал финансирование инвестиция

Можно предполагать, что механизм венчурного инвестирования в мировой экономике находится на пороге нового этапа развития, требующего количественных и качественных изменений, которые можно будет использовать в условиях России.

Основными рисками венчурного инвестирования являются: недостаточный уровень компетенций и психологической совместимости команды инновационной компании; отсутствие предсказуемой стратегии возврата инвестиций и возможных инвесторов следующего раунда; переоценка рыночной обоснованности бизнес-модели; риск недостижения заявленных параметров технологии (риск практически не управляется); конфликт технологии компании с международным технологическим трендом или «road-map» международных технологических лидеров или технологической платформой; попадание продукции в сектор двойного / военного назначения (для западных рынков - часто оказывается преимуществом, т.к. возникает гарантия выгодного для инвестора выхода).

Как показало исследование, основными проблемами развития венчурного инвестирования в России является: отсутствие в российском законодательстве адекватной организационно-правовой формы для деятельности фондов прямых и венчурных инвестиций; излишняя зарегулированность и негибкость существующих организационно-правовых форм для инновационных стартапов; недостаточный объем грантовой поддержки инноваторов на ранних (предпосевных) стадиях; неприменимость системы государственных инвестиционных гарантий для инновационных стартапов; слабая интеграция в глобальную инновационно-венчурную экосистему и существенные барьеры при проведении международных операций инновационными стартапами.

Большая часть проблем развития венчурного инвестирования в России порождена континентальной системой права в Российской Федерации, и прямое введение норм законодательства США, облегчающего структурирование венчурных сделок, в России принципиально невозможно.

Государственная поддержка венчурного финансирования в РФ может включать: законодательное и нормативно-правовое регулирование научно-технической, инновационной и венчурной деятельности; решение правовых проблем интеллектуальной собственности, системы льгот и мотивации труда; стимулирование государственной политики в области венчурного рынка за счет увеличения объемов заемного финансирования; ослабления административных барьеров на участие в проекте; облегчения финансового бремени для инвестора; информационной поддержки; создание и поддержка экономических условий и стимулов развития венчурного предпринимательства посредством развития системы госзаказа, совершенствования планирования научно-технического развития, эффективных финансово-кредитных рычагов; формирование организационно-управленческих условий венчурной индустрии путем совершенствования управления государственной собственностью.

Для создания инфраструктуры венчурного инвестирования большую роль играют институты развития, они формируют комплексную инфраструктуру поддержки прикладных инноваций, охватывающую все стадии инновационного процесса, а также все сферы поддержки: финансовую, производственно-технологическую, кадровую, информационно-консультативную и др.

Для снижения рисков венчурного инвестирования можно применять такие методы управления рисками венчурного инвестирования, как страхование, самострахование, распределение риска между венчурным инвестором и предпринимателем, или передача риска сторонней организации, а также использование опционов.

Безусловно, все рассмотренные проблемы формирования венчурной индустрии в РФ невозможно решить быстро. Тем не менее, решение важнейших задач, направленных на развитие венчурной деятельности в РФ вполне осуществима с помощью предложенных инструментов и будет зависеть от принимаемых правовых, экономических и институционально-организационных мер со стороны органов государственного регулирования.

## Список литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 N 51-ФЗ (ред. от 05.05.2014) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2014)

2. Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 12.03.2014) «Об инвестиционных фондах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.07.2014)

. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 21.07.2014) «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.10.2014)

4. Основные направления развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 годы: одобрено протоколом Правительственной комиссии по научно-инновационной политике от 27.12.1999 № 1.

. Основные результаты и направления бюджетной политики в 2007 году и среднесрочной перспективе. - Режим доступа: http://minfin.ru/ru/reforms/budget/results/

6. Постановление ФКЦБ РФ от 22.10.2003 № 03-41/пс «Об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 20.11.2003 № 5246)

. Приказ ФСФР РФ от 28.12.2010 N 10-79/пз-н (ред. от 31.05.2011) «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 18.03.2011 N 20175)

. Приказ ФСФР России от 15.06.2005 № 05-21/пз-н (ред. от 24.04.2012) «Об утверждении Положения о порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию» (Зарегистрировано в Минюсте России 11.07.2005 № 6769)

. Приказ ФСФР России от 18.03.2008 № 08-12/пз-н (ред. от 24.04.2012) «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами»

. Приказ ФСФР России от 18.03.2008 N 08-12/пз-н (ред. от 24.04.2012) «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами» (Зарегистрировано в Минюсте России 14.04.2008 № 11522)

11. Артемов С.В. Развитие венчурного финансирования инновационных разработок в регионах России // Вестник Университета (Государственный университет управления). - 2012. - № 4. - С. 108-114.

. Бойкова Ю.И., Переперзева М.Н., Попов С.А. Учет фактора риска при инвестировании венчурного капитала//Успехи в химии и химической технологии. 2009. - Т. 23. № 12 (105). С. 79-82.

13. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. М.: Альпина Паблишерз, 2010 - С.851.

14. Дердуга В.В., Макаренко Ю.Г., Индрисов А.С. Становление механизма венчурного инвестирования в российской экономике //Экономика. Право. Печать. Вестник КСЭИ. 2014. № 2 (62). С. 239-245.

. Джетписова А. Б., Карлина Е. П. Системный анализ и синтез понятия «инвестиционная политика» // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. - 2010. - № 1. - С. 24-28

. Драчук Ю.З., Трушкина Н.В. Зарубежный опыт институционального обеспечения венчурного финансирования инновационного развития //«Young Scientist». - 2014. - № 8 (11). - С.95.

17. Дылевская А.И., Авилова В.В. Проблемы и перспективы развития стартап-компаний //Вестник Казанского технологического университета. 2014. Т. 17. № 4. С. 325-329.

18. Ивашов Р.М. Развитие системы венчурного инвестирования инновационной деятельности хозяйствующих субъектов. - Диссертация. - СПб., 2014. - С.19.

. Инновационные приоритеты управления устойчивым предпринимательством в регионе / О. А. Грунин [и др.]. - СПб.: Астерион, 2011. - 240 с.

. Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках. - М.: Юрайт, 2011. - С.359.

. Методические материалы по разработке программ инновационного развития компаний с участием субъектов РФ //СПС «Консультант ПЛЮС».

22. Пучкова И.Н. Формы венчурных инвестиций, порядок формирования венчурного капитала в российской экономике/ /Вестник Академии. 2012. № 3. С. 14-17.

. Пшеничников Р.С. Совершенствование методов оценки венчурных инновационных проектов//Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. 2014. № 2. С. 134-137.

24. Рыжикова О.Н. Управление рисками инновационных проектов // Аудит и финансовый анализ. - 2009. - № 1. - С. 368-371.

. Столяров И.И. Формирование национальной инновационной системы / И.И. Столяров. - М.: ТЕИС, 2007. - С. 12-14.

. Сытник А.А., Колотырин Д.А. Институты развития как организационная форма осуществления венчурного инвестирования//Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. 2014. - Т. 14. - № 1-2. С. 158-162.

27. Угнич Е.А. Экономическая природа и противоречия развития венчурного капитала в российской экономике//Вестник Донского государственного технического университета. 2013. - № 7-8 (75). С. 148-155.

Приложение 1

Типовые риски венчурных проектов

|  |  |
| --- | --- |
| Виды рисков | Примеры |
| 1. Бизнес-риски | 1. Порочность бизнес-модели 2.Клонирование (копирование) бизнеса 3. Высокая интегрированность процессов с другими бизнесами акционеров, отсутствие собственных активов 4. Высокая зависимость от ключевых сотрудников 5. Утрата / отсутствие прав на объекты IP (товарные знаки, домены и пр.) 6. Риск потери метаданных, информации, хранящейся на серверах и/или ее несанкционированное раскрытие |
| 2. Финансовые риски | Зависимость от ключевых покупателей и внешних факторов; несистематический характер выручки Отрицательные финансовые результаты, оптимизация потоков Значительный объем заемного финансирования, риск дефолтов Условные обязательства Низкое качество финансовой информации Неликвидные активы Умышленное искажение бизнес-показателей |
| 3. Юридические риски | Нарушения при регистрации компании Нарушения при продаже/Передаче акций/долей Ненадлежащее оформление прав/перехода исключительных прав на IP (программы, разработки, домены и пр.\_ Оспоримость крупных и сделок с заинтересованностью в отсутствии одобрений Несоблюдение требований отраслевых нормативно-правовых актов Некорректное оформление трудовых оформление с сотрудниками Ликвидация по решению суда Неправомерное использование программных продуктов |
| 4. Налоговые риски | Применение агрессивных схем налоговой политики/оптимизации Безвозмездное финансирование/помощь от связанных сторон Необоснованные/неподтвержденные расходы, недостаточно обоснованные налоговые вычеты Трансфертное ценообразование Невозмещаемость накопленных налоговых убытков в связи с отсутствием /ненадлежащим оформлением подтверждающих документов |

Приложение 2

Распределение рисков по стадиям венчурного инвестирования

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Стадия | Основные цели вложения | Источники капитала | Ожидаемый доход, % | Величина финансового риска | Срок окупаемости |
| Seed | Проведение НИОКР, формирование бизнес-планов и маркетинговых исследований | Бизнес-ангелы, «семья и друзья», гранты | Свыше 50% | Очень высокий риск | До 10 лет |
| Start-up | Организация производства, создание прототипа нового изделия | Венчурные фонды, бизнес-ангелы | Около 35% годовых | Высокий риск | 5-7 лет |
| Early stage | Внедрение на рынок, завершение научно-исследовательских работ, повышение квалификации кадров, создание рекламы, сети сбыта | Венчурные фонды, фонды private equity, банки, | До 30% годовых с | Снижение риска | 4-7 лет |
| Expansion | Расширение производства и сбыта, обновление продукции, увеличение оборотных средств, улучшение системы сбыта | Фонды private equity, банки, | От 2-% до 30 % годовых | Низкий риск | 2-5 лет |

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)  [Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)  [Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |