

УДК 330.322.12

**ОРГАНИЗАЦИЯ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ:  
МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА И ПЕРСПЕКТИВЫ ДЛЯ КЫРГЫЗСТАНА**

*Д.А. Сулеева*

Рассмотрены основы организации венчурного инвестирования. Проведен анализ венчурных инвестиций, осуществляемых в развитых странах, даны рекомендации по поддержке венчурного финансирования в Кыргызстане.

*Ключевые слова:* венчурное финансирование; венчурный фонд; венчурные инвестиции; венчурная компания; венчурный капитал.

---

**VENTURE FINANCING ORGANIZATION: INTERNATIONAL  
EXPERIENCE AND PROSPECTS FOR KYRGYZSTAN**

*D.A. Suleeva*

This article covers the basics of venture capital organizations. It makes an analysis of venture investment for developed countries, and gives recommendations for the support of venture capital financing in Kyrgyzstan.

*Key words:* venture capital financing; venture fund; venture capital investments; venture capital firm; venture capital.

Очевидно, что венчурное инвестирование является сегодня одним из наиболее эффективных способов финансирования молодых инновационных предприятий. Так, исследователями было установлено, что с точки зрения регистрации патентов на изобретения один доллар венчурных инвестиций в НИОКР почти в десять раз эффективнее доллара, вложенного крупной промышленной корпорацией [1]. Венчурные инвестиции составляют менее 3 % корпоративных расходов на НИОКР, но приводят к осуществлению 15 % всех инноваций в промышленности. Такие известные компании, как Intel, Advanced Micro Devices, Apple, Yahoo!, Amgen, Genentech, Google и Skype, финансировались именно венчурным капиталом на начальных этапах своего развития [2]. А сколько еще компаний, новых мировых лидеров ждет своего появления в ближайшем будущем!

Понятие венчурного капитала возникло в США в 1946 году, когда была образована Американская корпорация по исследованиям и разработкам. (American Research and Development Corporation (AR&D), 1946–1973). Эта организация практически стала фондом, одним из самых удачных вложений которого стало финансирование фирмы Digital Equipment Corporation (DEC), приобретенной впоследствии компанией Compaq, она же, в свою оче-

редь, приобретена компанией Hewlett-Packard. Тем не менее, подобные схемы имеют место и в других областях бизнеса, где у предпринимателя появляется новая идея, не связанная с научными разработками. Однако традиционно принято связывать венчурный капитал с мелкими фирмами, действующими в наукоемких производствах, куда направляется основная масса венчурного капитала.

Национальная ассоциация венчурного капитала США дала такое определение понятию “венчурный капитал”: “Капитал, обеспеченный профессионалами в данной области, которые оказывают поддержку по линии менеджмента молодым, быстро развивающимся компаниям, имеющим значительный потенциал конкурентоспособного развития” [3, с. 18–20].

Но на практике под венчурным капиталом чаще понимают инвестиции фондов венчурного капитала в быстрорастущие, высокорисковые и, как правило, высокотехнологичные компании, которые нуждаются в капитале для финансирования разработки и продвижения инновационных продуктов [4]. В силу особенностей модели своего развития такие предприятия не могут выплачивать проценты по долговым обязательствам (т. к. на начальных этапах развития несут убытки) и вынуждены привлекать внешний акционерный капитал.

Таблица 1 – Размер венчурных инвестиций, осуществленных в развитых странах, 2010 год [6]

Страна	Величина венчурного портфеля на 2010 г., млрд долл.	Среднегодовые темпы роста венчурного портфеля за семь лет, %	Ежегодные венчурные инвестиции, % от ВВП	Процент ежегодных инвестиций, осуществляемых на разных стадиях развития компании			Инвестиции в высокотехнологические отрасли, %	Инвестиции в низкотехнологические и нетехнологические отрасли, %
				Начальная стадия	Расширение	Поздняя стадия		
США	192,164	29	2,13	23	54	23	85	15
Англия	33,078	17	2,56	12	34	54	23	77
Франция	19,818	20	1,13	22	36	43	44	56
Германия	15,132	20	0,56	35	45	20	37	63
Япония	11,420	6	0,20	19	44	37	36	64
Гонконг (Китай)	9,027	24	5,48	26	35	39	37	63
Южная Корея	7,312	24	1,18	28	38	34	41	59
Италия	6,327	20	0,53	18	33	49	28	72
Швеция	4,843	37	1,75	10	15	76	19	81
Израиль	4,614	50	4,34	51	36	13	66	34
Сингапур	4,484	27	3,95	30	44	26	43	47
Китай	4,051	38	0,39	43	43	14	50	50
Тайвань	3,525	32	1,29	33	42	25	65	36
Испания	2,784	23	0,40	18	51	32	29	71
Индия	1,618	47	8,35	49	42	9	53	47

Венчурный капитал в современном понимании, связанный с инвестированием в инновационные, научно-технические проекты, возник в 1950-х годах в США, а именно в Калифорнии, в Силиконовой долине. Первые объекты венчурного инвестирования были связаны с производством нового кремниевого транзистора, с лазерными технологиями, с производством сетевых маршрутизаторов, телекоммуникационного оборудования и биотехнологиями. Первое заявление Силиконовой долины как венчурного центра было ознаменовано созданием интегральных микросхем. К 1980 году в Долине был налажен четкий механизм создания новых предприятий и технологических компаний, и таким образом к этому времени ежегодно создавалось примерно 40 000 новых рабочих мест и миллиарды долларов доходов [5].

Впоследствии многие развитые и развивающиеся страны пытались (часто неудачно) повторить значительные успехи США в развитии венчурного финансирования.

В таблице 1 представлена информация о размерах венчурных инвестиций, осуществляемых в развитых странах.

Как видно из таблицы 1, в последние годы наиболее успешным в создании и развитии вен-

чурных инвестиций оказался Израиль (помимо США), у которого темпы роста венчурного портфеля составляют более 50 %, к тому же вложения делаются, в основном, в высокотехнологические отрасли (66 %). Также следует отметить Тайвань, финансирующий высокотехнологические направления в размере 65 % от общего объема инвестиций. Примечательно, что эти страны стараются осуществлять финансирование именно на начальных стадиях (когда риск значительно выше, но в то же время вероятность получения наивысшего дохода максимальная). В отличие от них, большинство ведущих европейских держав крайне «осторожны» в создании венчурных инвестиций. Так, Англия, Франция и Германия направляют в низкотехнологические отрасли соответственно 77, 56 и 63 % своих инвестиций, при этом делая упор, в основном, на последние стадии развития компаний, что часто негативно сказывается на последующем развитии.

В Кыргызстане, где сложно даже говорить о развитии венчурного инвестирования (т. к., к сожалению, у нас до сих пор нет закона о венчурной деятельности и закон о создании венчурного фонда в республике все время находится «в проекте»), дальнейшее развитие возможно, в основном, именно за счет инвестирования в небольшие инновативные

Таблица 2 – Формы и методы государственной поддержки, используемые для развития венчурного инвестирования<sup>1</sup>

Тип	Цель	Пример
<b>1. Прямые меры</b>		
Государственные прямые инвестиции	Прямые инвестиции в венчурные фонды или предприятия малого бизнеса	Бельгия – Investment Company for Flanders (GIMV)
Государственные кредиты	Долгосрочные кредиты под низкие проценты и/или безвозмездные кредиты венчурным фондам или предприятиям малого бизнеса	Дания – VaekstFonden (Business Development Finance) Loan Programme
<b>2. Косвенные меры</b>		
Гарантирование займов	Налоговые льготы, в частности налоговые кредиты (зачеты) тем, кто вкладывает средства в предприятия малого бизнеса или венчурные фонды	Великобритания – Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts
Гарантирование займов	Гарантирование части банковского займа, предоставляемого малым предприятиям, отвечающим определенным требованиям	Франция – Societe Francaise de Garantie des Financements des Petites et Moyennes Enterprises (SOFARIS)
Гарантирование вложений в акционерный капитал	Гарантирование части потерь от венчурных инвестиций с высокой степенью риска	Финляндия – Finnish Guarantee Board
Расширение круга инвесторов	Предоставление прав таким институтам, как пенсионные фонды или страховые компании, вкладывать средства в венчурный капитал	США – изменения, внесенные в закон о гарантированном пенсионном обеспечении

предприятия, то есть за счет развития венчурного финансирования.

Конечно, не стоит рассматривать венчурные инвестиции как “манну небесную, которая вот-вот должна упасть”: без серьезного, кропотливого труда ни один тыйын, даже самого рискованного капитала, а венчурные инвестиции именно такими и являются, к нам не потянется. Нужны усилия как со стороны предпринимателей, так и со стороны государства.

В Кыргызстане есть определенная категория людей, которые имеют научные идеи, но не могут найти способ коммерциализации или их грамотного распространения. Идеи самые разные: начиная от приборов, определяющих землетрясение за день до события, заканчивая малыми ГЭС с инновационными подходами, учитывая наше географическое расположение (вокруг снежные горы).

Предприниматели должны научиться обосновывать и презентовать свои идеи, а государство, соответственно, оказывать поддержку инноваторам, в идеале финансируя такую деятельность. Для Кыргызстана этот вариант крайне рискованный и расточительный: в условиях, когда в бюджете наблюдается постоянная нехватка средств, делая ставку на венчурное финан-

сирование (в нашем случае это синонимично понятию чего-то неизведанного и загадочного), может спровоцировать очередные революционные волнения. С другой стороны, новый импульс в застойное состояние отечественной экономики может дать именно обращение к венчурному инвестированию. И государство необязательно должно оказывать постоянную финансовую помощь.

В этой связи интересно посмотреть на сложившиеся в мировой практике формы и методы государственной поддержки, используемые для развития венчурного инвестирования, которые весьма многообразны. В обобщенном виде они могут быть представлены в двух основных группах – прямые и косвенные (см. таблицу 2).

Следует отметить, что прямые меры, естественно, предполагают непосредственное участие государства в венчурном финансировании предпринимательских проектов, которое реализуется или через государственные прямые инвестиции, или через предоставление государственных займов венчурным компаниям и малым инновационным фирмам.

Прямые инвестиции в акционерный капитал со стороны органов государственной власти являются важным способом “впрыскивания” венчурного капитала в экономику. Такое “впрыскивание” осуществляется через реализацию программ двух

<sup>1</sup> Таблица составлена автором на основе анализа материала [7].

типов. Первый вариант – государство инвестирует в частные венчурные фонды, которые, в свою очередь, инвестируют в компанию. Второй вариант – государство само инициирует создание венчурных фондов, которые предоставляют венчурное финансирование. Создаваемые государством венчурные фонды, получающие часть финансов из частного сектора, принято называть “гибридными” фондами.

Как было отмечено выше, участие государства в венчурном капитале не всегда является оптимальным решением: при недостаточной проработке такие схемы могут привести к неудачным инвестициям и большим потерям для государства. Государственные программы могут быть использованы для финансирования или поддержки нежизнеспособных проектов или предприятий, которые не могут привлечь частный капитал, потому что не представляют собой удачный объект для инвестиции. Они также могут привести к различным перекосам в случаях, если решения об инвестировании будут основаны на внеэкономических критериях, если схемы будут часто меняться непредсказуемым образом или если национальные и региональные программы будут дублировать друг друга.

Зачастую оптимальный подход заключается в том, чтобы улучшить макроэкономическую и правовую среду для преодоления некоторых финансовых препятствий к осуществлению высокорисковых инвестиций. Другими словами, следует обратить внимание на использование косвенных методов государственного воздействия на венчурный капитал.

В мировой практике используется широкий арсенал инструментов косвенного воздействия на активизацию деятельности субъектов венчурного предпринимательства. К ним относятся формирование благоприятной правовой среды в областях налогообложения и бухгалтерского учета, кредитно-финансовой политики, хозяйственного права, регистрации и разрешений судебной системы, процедур банкротства, в частности:

- создание благоприятного режима налогообложения доходов от операций с ценными бумагами;
- устранение двойного налогообложения инвесторов, участвующих в формировании венчурных фондов;
- выработка эффективной системы защиты интеллектуальной собственности, которая является во многих случаях единственным капиталом инновационных фирм на ранних стадиях их зарождения;
- содействие повышению ликвидности рискованных капиталовложений на основе развития рынка капиталов, в том числе путем создания

специальных бирж для торговли ценными бумагами, новых фирм, которые не могут получить доступ на традиционные фондовые биржи из-за отсутствия финансовой истории и по каким-либо другим признакам формального характера;

- законодательное обеспечение условий для вхождения в венчурные фонды институциональных инвесторов: пенсионных и страховых фондов, банков;
- обучение и консультирование предпринимателей, распространение среди них информации о перспективных проектах и потенциальных инвесторах.

Тем не менее, главным вопросом использования косвенных методов воздействия на развитие венчурного финансирования является правовое регулирование этого процесса. Следует отметить, что этот вопрос довольно непростой, поскольку связан с преодолением определенных противоречий. С одной стороны, венчурный бизнес по своему определению – это частный бизнес, не приемлющий чрезмерного вмешательства государства, в том числе и путем законодательной инициативы. С другой стороны, особенно на первых этапах своего развития, венчурная индустрия не может обойтись без определенной государственной поддержки.

#### Литература

1. Kortum S. and Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation // RAND Journal of Economics. 2000. Vol. 31, № 4. P. 674–692.
2. Gilson R. Engineering and Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. Stanford Law School, 2002; John M. Olin. Program in Law and Economics // Working Paper 248. 2002.
3. Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев. М.: Экономика, 2006.
4. Black B. and Gilson R. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // Journal of Financial Economics. 1998. Vol. 47.
5. Венчурное инвестирование в России / А.И. Каширин, А.С. Семенов. М.: Вершина, 2007. С. 27.
6. Franklin Allen and Wei-ling Song. Venture Capital and Corporate Governance / Financial Institutions Center, Wharton School. University of Pennsylvania, 2012.
7. Зарубежный опыт поддержки малого инновационного бизнеса / И.Г. Дежина, Б.Г. Салтыков. М.: Инфра-М, 2004.
8. Плотников А.Н. Перспективы венчурного инвестирования инновационной деятельности / А.Н. Плотников // Финансы. 2003. № 5. С. 15–17.