

## ВОЗМОЖНОСТИ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА В ИННОВАЦИОННОМ РАЗВИТИИ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

*А.Э. Новиков*

Анализируется венчурное инвестирование как совокупность методов и принципов размещения рискованных инвестиционных ресурсов и управления инвестиционными процессами.

*Ключевые слова:* венчурный капитал; инновационный; инвестиции; экономика; рынок; фонд.

Развитие рынка венчурного капитала для финансирования инновационных предприятий, особенно в реальном секторе экономики, является не просто важным фактором, а по существу – единственной формой финансирования продукта на ранней стадии.

Под инновационным предприятием понимается предприятие, осуществляющее разработку и применение новых или усовершенствованных продуктов, технологических процессов и иные виды инновационной деятельности.

Таким образом, венчурное инвестирование представляет собой разновидность прямого инвестирования в акционерный капитал (рисунок 1), однако исторически сложилось так, что в различных странах в понятия “венчурный капитал” и “прямые инвестиции” вкладывается неодинаковое содержание. В Европе эти два определения являются взаимозаменяемыми и в понятие “венчурный капитал” включается  $MV_0$  (выкуп внешними управляющими) и  $MV_1$  (выкуп внутренними управляющими). В США, напротив, сделки типа  $MV_0/MV_1$  не относятся к венчурному инвестированию [1, с. 47]. С этой точки зрения в данной статье принято европейское толкование.

Венчурный капитал используется в основном для финансирования деятельности быстро раз-

вивающихся фирм, при этом для рискованного капитала в отличие, например, от банковского кредита гарантия фирмы или предоставление какого-либо залога не имеет решающего значения. Важнее для него наличие привлекательного и реального предпринимательского замысла, а также менеджмента, способного претворить его в жизнь. Инвестиции направляются либо в уставный капитал предприятий в обмен на долю или пакет акций, либо предоставляются в форме инвестиционного кредита,

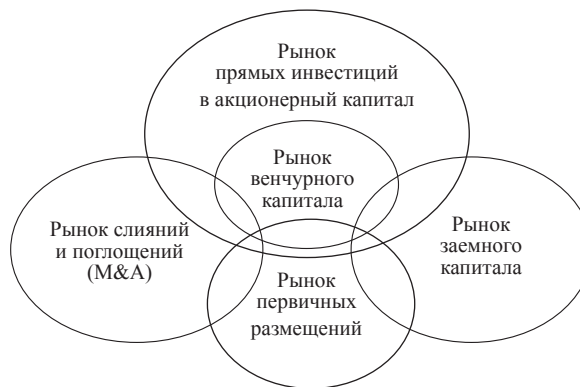


Рисунок 1 – Место венчурного капитала на рынке прямых инвестиций

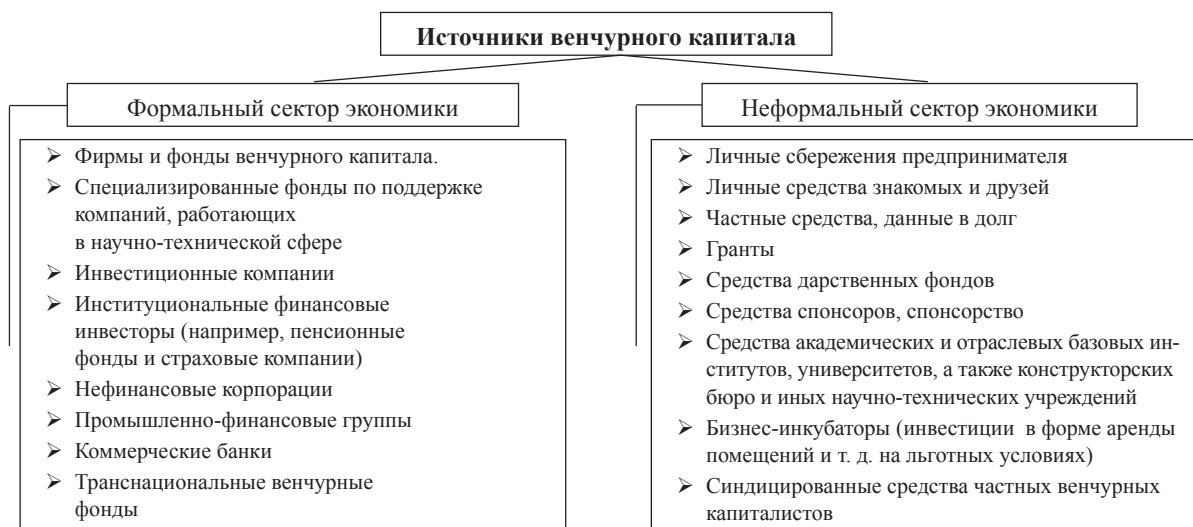


Рисунок 2 – Источники венчурного капитала

как правило, среднесрочного, на срок от 3 до 7 лет. Процентная ставка по таким кредитам либо не назначается, либо устанавливается на низком уровне. На практике часто встречается комбинированная форма венчурного инвестирования, при которой часть средств вносится в акционерный капитал, а другая предоставляется в форме инвестиционного кредита [2, с. 45].

В целом среди характерных особенностей венчурного инвестирования можно выделить следующие:

- венчурные инвестиции осуществляются в компании, акции которых еще не котируются на фондовой бирже;
- венчурный капитал преимущественно направляется в малые высокотехнологичные компании, ориентированные на разработку и выпуск новой наукоемкой продукции;
- венчурный капитал предоставляется компании на средний /длительный срок (преимущественно на срок от 5 до 7 лет);
- успешность развития проинвестированной компании определяется ростом цены ее акций, реальностью прибыльной продажи компании или ее части, а также возможностью вывода компании на фондовый рынок;
- роль инвестора в успешном развитии новой компании не ограничивается своевременным предоставлением венчурного капитала, а включает одновременно передачу своего опыта в бизнесе и деловых связей, способствующих расширению деятельности компании, появлению новых контактов, партнеров и рынков сбыта.

Природа венчурного капитала определяет свой специфический тип инвестора. Инвесторы

принимают в основном решение об инвестировании в фонды венчурного капитала, исходя из следующих важнейших предпосылок: прироста вложений и их диверсификации, срока и сферы.

С другой стороны, кроме указанных позитивных факторов при инвестировании в венчурный капитал инвестор также анализирует ряд потенциальных проблем – нехватку управленческих ресурсов, отсутствие ликвидности и др.

В отечественной литературе перечень источников венчурного капитала, как правило, ограничивается государственными фондами поддержки малого предпринимательства, венчурными фондами и индивидуальными инвесторами. Однако, принимая во внимание опыт венчурного инвестирования в развитых рыночных экономиках, ряд основных источников венчурного капитала можно существенно расширить. При этом источники венчурного капитала целесообразно распределить между формальным и неформальным секторами экономики (рисунок 2).

В *формальном секторе* экономики в связи с особым статусом институциональных источников работающего здесь венчурного капитала, а также из-за того, что стоимость оценки риска проекта примерно одинакова для больших и малых высокотехнологичных компаний, финансируются только крупномасштабные проекты, требующие от нескольких десятков до нескольких сотен миллионов долларов, причем на относительно непродолжительное время и при достаточно низкой степени риска. Остальные предложения, как правило, здесь далее не принимаются к рассмотрению. Среди институциональных источников венчурного капитала наиболее значимыми являются фонды венчурного капитала.

*Фонд венчурного капитала* – это временное добровольное объединение средств, опыта и деловых связей нескольких юридических и физических лиц для осуществления инвестиций в долгосрочные или краткосрочные проекты. При этом фонды могут быть закрытыми (closed-end) и открытыми (open-end).

Для управления любым создаваемым фондом нанимается управляющий (управляющая компания), в обязанности которого в первую очередь входит организация процесса формирования венчурного фонда – “мобилизация средств”. Небольшие проекты, объем финансирования которых колеблется от нескольких десятков тысяч долл. до 100 тысяч, финансируются преимущественно в неформальном секторе.

Рынок неформального сектора венчурного капитала достаточно велик. В целом на этом рынке только в одной Великобритании задействовано не менее 10 млрд фунтов стерлингов. Большого развития рынок венчурного капитала достиг в США. Об этом, в частности, говорит тот факт, что на каждый доллар институциональных инвестиций там приходится не менее 34 долларов индивидуальных инвестиций. В связи с тем, что средний размер инвестиций бизнес-ангелов сравнительно небольшой, абсолютное число их инвестиций в 20–40 раз больше, чем институциональных инвесторов [3, с. 47].

Экономическая ценность неформального рынка венчурного капитала не исчерпывается только общими объемами финансирования. Положительное влияние на развитие малого инновационного бизнеса и на экономическое развитие в целом выражается в преимущественной ориентации на инвестиции в малые предприятия на ранних стадиях их развития; более динамичном процессе принятия решения о производстве инвестиций; непосредственном участии в реализации инновационного проекта.

Таким образом, за сравнительно короткое время существования венчурного капитала в ряде стран сформировалась достаточно организованная система венчурного инвестирования, в которой каждый элемент занимает вполне определенную нишу, обеспечивая непрерывное взаимодействие реципиентов и инвесторов капитала в целях коммерциализации инновационных проектов и взаимовыгодного приумножения капитала.

Формальный и неформальный секторы играют взаимодополняющую роль. Инвестиции неформального сектора особенно важны на самых ранних стадиях развития “стартовых” фирм, когда эти фирмы нуждаются в “посевном капитале” для разработки концепции продукта и опытного образца, в то время как формальный сектор более активен на ста-

дии быстрого роста фирмы, когда требуются средства на расширение производства и объема продаж.

Венчурный капитал обладает тремя фундаментальными признаками, базовыми составляющими, без которых существование данной экономической категории не представляется возможным: рисковой средой приложения, высокой нормой доходности, технологией венчурного инвестирования.

Эти три признака остаются неизменными вне зависимости от экономической среды и избираемого подхода в оценке категории венчурного капитала.

Венчурный капитал определен комбинацией факторных характеристик, воплощающих спрос и предложение на инвестиционные ресурсы, которые венчурный капитал как вид прямого инвестирования привносит в экономику.

Со стороны спроса комбинация факторных характеристик объединяет компании в их стремлении к использованию инвестиционных ресурсов, представляемых венчурным инвестором на нужды своего развития независимо от того, на какой стадии жизненного цикла (идея, внедрение, экспансия, трансформация) находится компания и в какой стране мира она зарегистрирована. При этом выделяются две факторные характеристики:

1. Отсутствие альтернативных источников финансирования для инвестируемых компаний по причине высокого риска среды вложений.
2. Необходимость консультационной поддержки в области финансов, управления бизнесом, законодательства.

С другой стороны, экономическая заинтересованность предложения инвестиционных ресурсов обуславливается комбинацией двух следующих факторных характеристик:

1. Мотивированное ожидание высокого приращения рыночной стоимости инвестируемого предприятия.
2. Возможность получения высокой нормы прибыли на вложенные средства.

Таким образом, можно сделать вывод, что венчурный капитал присутствует тогда, когда на рынке инвестиционных ресурсов имеют место спрос и предложение, отсутствие альтернативных источников финансирования и необходимость консультационной поддержки, с одной стороны, и оправданное ожидание высокой доходности – с другой.

Технология венчурного инвестирования – это совокупность методов и принципов мобилизации и размещения рискованных инвестиционных ресурсов венчурными инвесторами, а также управление этим процессом. Механизм управления инвестиционными ресурсами предназначен для максимизации инвестиционного эффекта (в том числе



Рисунок 3 – Технология венчурного инвестирования

в форме дохода на вложенный капитал или прироста капитала) и минимизации инвестиционных издержек и рисков.

На рисунке 3 схематично показаны цикличность и основные стадии технологии венчурного инвестирования, которые проходит любая сделка.

Уникальность представленной технологии инвестирования заключается в ее универсальности. Концепция завершенного, или замкнутого, инвестиционного цикла является одной из ключевых особенностей деятельности институтов венчурного инвестирования.

Отсутствие одного или нескольких системобразующих элементов в последовательно соединяющихся, а местами накладывающихся звеньях делает недействительным или низкоэффективным функционирование всех остальных составляющих.

В зависимости от профессиональных качеств менеджмента, простоты или сложности структуры сделки, ряда внешних условий как политических, так и экономических, прединвестиционный процесс может протекать от 4 до 12 месяцев. В течение этого времени как менеджменту компании, так и инвестору предстоит выполнить большой объем работы по составлению бизнес-плана и юридических документов, по согласованию условий сделки и вообще по возможному снижению всех сопутствующих проекту рисков [4, с. 48].

Понятие “комбинированный аудит”, “тщательное изучение” или “наблюдение”, с точки зрения венчурного инвестирования, означает детальную

проверку данных, во время которой осуществляется изучение всех аспектов деятельности компании, претендующей на получение инвестиций (на основании этого процесса принимается решение об инвестировании), определение привлекательности сделки с учетом рисков.

Важнейшим этапом процесса венчурного инвестирования является “выход” (завершающая стадия процесса венчурного инвестирования, заключающаяся в продаже пакета акций, которым владеет венчурный инвестор) из сделки венчурного инвестора. Именно на стадии выхода инвестор планирует зафиксировать прибыль, так как весь бизнес строится таким образом, чтобы подготовить и обеспечить выгодную продажу пакета инвестора.

Существует несколько наиболее распространенных приемов выхода венчурного капиталиста из сделки: вывод компании на фондовый рынок; внутренний выкуп доли; продажа стратегическому инвестору (продажа пакета за наличные деньги; обмен пакета на долговые обязательства; обмен акций на акции стратегического инвестора – слияние; продажа активов; обмен активов на долговые обязательства; обмен активов на акции стратегического инвестора); поиск новых партнеров; ликвидация компании.

На основе вышеизложенного материала можно дать сравнительную характеристику преимуществ и недостатков венчурного инвестирования как одной из форм инвестирования инновационной деятельности (таблица 1).

Таблица 1 – Сравнительный анализ различных форм инвестирования инноваций

Способ инвестирования	Требования	Преимущества	Недостатки
Инвестиционное кредитование	Ликвидное обеспечение, хорошая кредитная история, предсказуемый план развития проекта	Гибкость в погашении долга и использовании кредита, отсутствие контроля над средствами	Опасность невозврата, высокая процентная ставка, необходимость ликвидного залога
Долговое финансирование в форме облигаций	Раскрытие информации, участие финансового консультанта, андеррайтера, платежного агента; инвестиционная привлекательность	Отсутствие обеспечения; длительный период заимствования, диверсификация балы инвесторов	Необходимость раскрытия информации об эмитенте, сложность и дороговизна организации выпуска.
Первичное размещение акций	Раскрытие информации, участие финансового консультанта и андеррайтера, инвестиционная привлекательность	Отсутствие обеспечения, диверсификация базы инвесторов, повышение капитализации компании	Необходимость раскрытия информации, возможность утраты контроля, высокая стоимость размещения
Государственное инвестирование	Социальная важность, инвестирование компаний должно соответствовать стандартам, принятым госорганом, целевой характер инвестирования	Предоставление, при отсутствии возможности получения, средств у коммерческих структур, низкие суммы платежей в погашении при длительных периодах погашения	Ограничение на использование, трудности при получении, относительно незначительный объем заимствований
Стратегические инвестиции	Устойчивые позиции на рынке, опытное руководство	Использование инвестором своего опыта и данной сфере деятельности	Контроль инвестора над решениями
Венчурный капитал	Наличие потенциала у компаний для быстрого роста, уникальной идеи, высокого уровня менеджмента	Отсутствие залога, использование вошедшими акционерами своего опыта в сфере менеджмента и финансов	Трудность и длительность процесса получения, “разбавление” пакета акций, болезненный процесс выхода инвестора из проекта

Теоретический анализ концептуальных подходов к исследованию рискованного финансирования позволил сформулировать следующие существенные характеристики венчурного капитала как перспективного источника формирования инновационной модели экономики [5, с. 24]:

- сращивание финансового и интеллектуального капитала, обусловленное тем, что для реализации инновационного проекта требуются не только финансовые ресурсы, но и определенные знания в области бизнеса, финансов, выработки стратегии, маркетинга;
- направленность на обеспечение высокой прибыли в сочетании с высоким риском;
- особый способ вложения в акционерный капитал (приобретение обыкновенных или привилегированных акций; приобретение ссуды, которая затем конвертируется в акции);
- дробность финансирования инновационных предпринимательских проектов;
- наличие специально создаваемой венчурной структуры – внутреннего или внешнего венчура;
- особые пути выхода венчурных инвесторов из капитала финансируемой компании и получения ими дохода путем поглощения компании

другой фирмой, выкупа акций и их выпуска посредством первичного размещения капитала;

- отсутствие залогового обеспечения и гарантий возвратности средств.

На основе изучения опыта зарубежных стран сформулирован вывод о том, что наиболее значимыми источниками венчурного капитала являются средства пенсионных фондов, банков и страховых компаний, велика роль частных инвесторов.

Таким образом, венчурный капитал является перспективным источником ускоренного формирования инновационного потенциала, расширения предпринимательской инициативы и получения прибыли. Механизм венчурного финансирования инноваций имеет определенную специфику, которая проявляется на всех его этапах, что необходимо учитывать при реализации задач, стоящих как перед государством, так и перед частными компаниями, участвующими в реализации инновационного процесса.

#### *Литература*

1. Балабан А.М. Венчурное инвестирование инновационных проектов / А.М. Балабан, М.А. Балабан. М.: АНХ-ЦКТ, 2008.

2. *Гулысин П.Г.* Введение в венчурный капитал в России / П.Г. Гулысин. СПб.: Российский технологический фонд, 1997.
3. *Ивина Л.В.* Терминология венчурного финансирования / Л.В. Ивина, В.А. Воронцов. М., 2002.
4. *Аскинадзи В.М.* Венчурное инвестирование: монография / В.М. Аскинадзи, О.А. Жданова. М.: Маркет ДС, 2009.
5. *Станиславчик Е.* Традиционное и венчурное финансирование инвестиционных проектов / Е. Станиславчик // Финансовая газета. 2007. № 2.