

На правах рукописи



04201254796

Дыкусова Анастасия Геннадьевна

**МЕХАНИЗМ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ  
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В УСЛОВИЯХ ОБНОВЛЕНИЯ  
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЫ**

**Специальность 08.00.05 – «Экономика и управление народным  
хозяйством» (управление инновациями)**

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель  
д.э.н., профессор Н.П. Лукьянчикова

Иркутск – 2011

**СОДЕРЖАНИЕ**

<b>ВВЕДЕНИЕ</b>	<b>3-10</b>
<b>ГЛАВА I Теоретические основы венчурного инвестирования инновационной деятельности</b>	<b>11-64</b>
1.1 Сущность венчурного инвестирования: цели, задачи, функции	11-27
1.2 Принципы и особенности организации венчурного инвестирования инновационной деятельности	27-45
1.3 Основные этапы процесса венчурного инвестирования и венчурные риски, способы их снижения	45-64
<b>ГЛАВА II Становление и развитие механизма венчурного инвестирования инновационной деятельности</b>	<b>65-113</b>
2.1 Инфраструктура венчурного инвестирования инновационной деятельности	65-81
2.2 Анализ механизма венчурного инвестирования инновационной деятельности	81-90
2.3 Развитие венчурных фондов на федеральном и региональном уровнях	91 -113
<b>ГЛАВА III Государственное регулирование венчурного инвестирования инновационной деятельности</b>	<b>114-154</b>
3.1 Формы и методы государственного регулирования и поддержки венчурного инвестирования	114-135
3.2 Меры государственной поддержки венчурного инвестирования инновационной деятельности	135-149
3.3 Расчеты лизинговых платежей для инновационно-ориентированных компаний	149-154
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b>	<b>155-162</b>
<b>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ</b>	<b>163-179</b>

## **ВВЕДЕНИЕ**

Развитие венчурного инвестирования в России является одним из приоритетных направлений государственной инвестиционной политики, необходимым условием активизации инновационной деятельности и повышении конкурентоспособности отечественной экономики.

Одной из важнейших составляющих венчурного инвестирования в экономике – является поддержка малых, наукоемких предприятий, которые в дальнейшем развиваются и приносят большие прибыли как своим владельцам, так и экономике в целом.

Малые инновационные предприятия, как, впрочем, и весь реальный сектор экономики России, испытывают значительный недостаток инвестиций и заемного капитала. Далеко не последней причиной этому является неразвитость «нетрадиционных» для России рыночных механизмов и инструментов инвестирования, одним из них является венчурное инвестирование. Как известно, инвестиции венчурного капитала сопряжены с длительными сроками вложений, относительно высоким коммерческим риском и, соответственно, потенциально более высокими доходами. Исходя из мировой практики, эти средства должны вкладываться в основном в уставный капитал вновь созданных малых и средних предприятий, ориентированных, как правило, на создание новых технологий или наукоемких продуктов. Так, например, за рубежом большинство ведущих компаний в области компьютерных технологий, таких как Microsoft, Intel, Apple Computers, Sun Microsystems, на этапе их возникновения были профинансированы венчурными фондами.

Актуальность темы исследования обусловлена необходимостью обновления хозяйственных систем экономики Российской Федерации. На современном этапе развития в условиях глобализации все в большей степени состояние экономики различных государств определяется уровнем инновационной активности. Если в предшествующие столетия могущество государства определяли золотой запас, плодородие земель, запасы минерального сырья, то в XXI веке все возрастающую роль начинает играть

уровень научно - технического развития отраслей экономики. Повышение инновационной активности предприятий, экономики в целом — одна из основных задач современного развитого государства. Стратегическое развитие России должно быть ориентировано на развитие «интеллектуальных» сегментов экономики.

К числу основных причин, ограничивающих масштабы инновационной деятельности в России, принято относить недостаток инвестиций. Однако опыт экономически развитых стран показывает, что развитие принципиально новых механизмов финансирования инновационной деятельности во многом позволяет решить проблему дефицита инвестиций.

Одним из таких механизмов является рисковое (венчурное) финансирование нововведений. Венчурное инвестирование является с одной стороны, способом финансирования инновационного вектора экономики, с другой – инновационной формой предпринимательства. Главная цель венчурного финансирования сводится к тому, что денежные капиталы одних предпринимателей и интеллектуальные возможности других (оригинальные идеи или технологии) объединяются в реальном секторе экономики для того, чтобы в новой компании обоим предпринимателям принести прибыль.

От того, насколько успешно функционирует венчурный механизм, сегодня во многом зависит скорость коммерциализации новых перспективных научных идей и технологических разработок, а следовательно, и конкурентоспособность организаций различных отраслей национальной экономики. Понимание роли венчурного инвестирования в инновационном секторе способствует широкой поддержке венчурной индустрии со стороны государства, что позволяет эффективно и целесообразно осваивать данную форму инвестиций и стимулировать развитие инноваций в экономике страны. Поэтому государственные органы многих ведущих промышленно развитых стран рассматривают венчурный механизм в качестве важной составной части национальных систем нововведений и стремятся к его более широкому распространению в экономике.

Определение национальных приоритетов научно-технического развития является в равной степени политической, экономической и научной задачей. И одной из важнейших задач настоящей проблемы является – создание эффективной системы венчурного финансирования. Ведь именно от этого будет зависеть успешная работа механизма инноваций, отвечающего за превращение результатов научных исследований в коммерчески выгодный, т.е. востребованный рынком продукт.

Венчурное инвестирование как особое явление в целостном ресурсном обеспечении общественного воспроизводства, недостаточно исследовано экономической наукой, несмотря на более чем полувековую практику. Основное внимание в публикациях уделяется прикладной стороне дела: описанию зарубежного опыта, организации отдельных элементов инфраструктуры венчурного инвестирования, анализу инвестиционных рисков, инвестиционному бизнес-планированию при разработке венчурных проектов, вопросам регулирования интеллектуальной собственности, раскрытию особенностей венчурного капитала в отдельных странах, его источников и рынков. Несмотря на повышенное внимание экономической науки к процессу венчурного инвестирования, до настоящего времени не разработаны единые теоретические и методические подходы его развития. Остается дискуссионным вопрос, связанный с разграничением понятий «венчурный» и «инновационный». Недостаточно исследованы и обоснованы проблемы государственного регулирования венчурного бизнеса. Современный уровень знаний не дает представлений о функциях и взаимодействии различных элементов, составляющих систему венчурного бизнеса, а также взаимосвязях с другими подсистемами экономики, государства и общества.

Кроме того до настоящего времени в отечественной литературе отсутствуют фундаментальные труды, которые могут служить методологической основой формирования систем и технологий венчурного инвестирования как на федеральном, региональном, так и на локальном уровне субъектов венчурного инвестирования.

Данные обстоятельства требуют активных научных изысканий, перехода к качественно новому уровню развития венчурного инвестирования инновационной деятельности.

Формирование и эффективное функционирование национальной инновационной системы предполагает создание адекватной инновационной инфраструктуры.

Технический компонент этой инфраструктуры включает техно-парки, бизнес - инкубаторы, бизнес - центры, инновационные технологические центры, венчурные фонды, т.е. такие структурные образования, которые создают благоприятные условия для развития инновационных предприятий.

К настоящему времени необходимая в количественном отношении инфраструктура инновационной системы по таким ее элементам, как бизнес - инкубаторы, техно-парки, инновационно - технологические центры (ИТЦ), центры трансфера технологий (ЦТТ), коучинг-центры, уже в основном сформированы.

**Степень разработанности проблемы.** Проблеме развития венчурного инвестирования и предпринимательства инновационной деятельности посвящены работы таких зарубежных авторов, как: А. Рок, Б. Дреппер, Т. Перкинс, Д. Гарнер, Т. Дэвис, П.Ф. Друкер а также отечественных ученых и аналитиков М. Банчука, С.В. Валдайцева, Ю.В. Яковца, П.Л. Гулькина, Л.А. Щербаковой, А.В. Власова, Т.С. Зубарева, Б.Н. Кузыка, Е. Рузавина, Н. Шеховцова, Т.В. Тепловой, В. Л. Попова, А.Т. Каржаува, А.Н. Фоломьева, А. Каширина, А. Семенова, Ю. Аммосова, И. Гладких, И.М. Сумарокова, С.С. Ованесяна и многих других.

Однако, в современной научно-публицистической литературе слабо освещены вопросы регулирования процесса венчурного инвестирования инновационной деятельности, особенно в вопросах выбора источников финансирования, в области налоговой, кредитной и лизинговой политики.

**Цели и задачи исследования.** Целью диссертационного исследования выступает теоретическое обоснование и разработка методических и

практических рекомендаций по совершенствованию механизма венчурного инвестирования инновационной деятельности в условиях обновления экономической системы.

В соответствии с поставленной целью были определены следующие задачи:

- исследовать особенности, принципы и функции венчурного инвестирования;
- выявить и систематизировать возможные риски с учетом этапов процесса венчурного инвестирования и определить способы их снижения;
- проанализировать инфраструктуру венчурного инвестирования инновационной деятельности;
- рассмотреть организационно-правовые формы создания венчурных фондов на федеральном и региональном уровнях;
- разработать инструментарий венчурного инвестирования инновационной деятельности предприятия на основе статей бухгалтерского баланса;
- выявить проблемы и недостатки современного механизма венчурного инвестирования;
- разработать комплекс мер государственного регулирования венчурного инвестирования инновационной деятельности в условиях обновления экономической системы;
- разработать и провести апробацию методики расчета лизинговых платежей для инновационно-ориентированных компаний, посредством применения корректирующих коэффициентов.

При решении поставленных задач автором использовались методы системного и сравнительного анализа, методы классификации, статистические методы, методы математического моделирования, что позволило сформулировать выводы в диссертационном исследовании.

**Объектом исследования** выступает венчурное инвестирование инновационной деятельности предприятий в условиях обновления экономики России.

**Предметом исследования** является механизм системы венчурного инвестирования инновационной деятельности.

**Теоретическую и методическую базу исследования** составили труды отечественных и зарубежных авторов, посвященные теории и практике венчурного инвестирования инновационной деятельности, практические руководства по налоговому и правовому сопровождению венчурной деятельности в России и за рубежом, международные директивы по оценке прямых и венчурных инвестиций, материалы научно-практических конференций и венчурных ярмарок, тематические материалы периодических изданий, данные Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования и официальная статистическая информация.

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в следующем:

**1. Уточнены** особенности, принципы и функции венчурного инвестирования, что позволило сформулировать ряд методических подходов, направленных на организацию и управление инновационными процессами в экономической системе;

**2. Выявлены и систематизированы** с учетом этапов процесса венчурного инвестирования возможные риски и определены способы их снижения;

**3. Предложен** инструментарий регулирования венчурного инвестирования инновационной деятельности в разрезе статей бухгалтерского баланса организации, с выявлением основных приоритетных источников финансирования в условиях обновления российской экономики. Новизна предложенного инструментария заключается в сопоставлении различных источников финансирования с целью выбора наиболее оптимального способа инвестирования, с точки зрения налоговой, лизинговой и кредитной политики.

**4. Обоснован** комплекс мер государственного регулирования венчурного инвестирования в инновационной сфере экономики. Данный комплекс включает основные направления государственной поддержки и регулирования инновационной деятельности в области налоговой, таможенной, амортизационной, лизинговой и кредитной политике с учетом специфики российского законодательства. Что позволит расширить рамки применения венчурного инвестирования не только для крупных компаний, но и создаст наиболее благоприятные условия для развития малых и средних инновационных компаний.

**5. Разработана** методика расчета лизинговых платежей, базирующаяся на использовании корректирующих коэффициентов (коэффициента финансового риска и коэффициента использования текущих обязательств перед бюджетом) и применении коэффициента аннуитета, которые в совокупности позволят корректировать размер лизинговых платежей для инновационно-ориентированных лизингополучателей.

**Теоретическая и практическая значимость** диссертационного исследования заключается в том, что были обобщены особенности, принципы, функции, этапы, возможные риски, механизмы и источники венчурного инвестирования инновационной деятельности, а также формы и методы их государственного регулирования и поддержки. Полученные научные разработки могут служить основой для создания единых теоретических и методических подходов венчурного инвестирования. Результаты исследования могут быть использованы в процесс планирования и прогнозирования венчурного инвестирования инновационной деятельности (развития инфраструктуры венчурного инвестирования) на федеральном и региональном уровнях, а также позволят снизить возможные инвестиционные риски.

**Практическая значимость** заключается в возможности применения полученных результатов при создании и поддержке различных субъектов венчурного бизнеса (малые наукоемкие предприятия, венчурные фонды,

технопарки, бизнес-инкубаторы в том числе при вузах и НИИ) в условиях модернизации российской экономики.

**Апробация результатов исследования.** Разработанные практические рекомендации и методические положения имеют прикладной характер и могут быть использованы в практической деятельности хозяйствующих субъектов.

Основные результаты диссертационной работы докладывались и обсуждались на ежегодных научных конференциях: Международная научно-практическая конференция «Современные технологии менеджмента» г. Нижний Новгород, 2005 г.; Всероссийская научно-практическая конференция «Проблемы развития экономики и предпринимательства» г. Иркутск, 2006, 2008 гг.; Межвузовская научно-практическая конференция «Инновационная и финансовая деятельность бизнеса» г. Иркутск 2009 г., Межвузовская научно-практическая конференция студентов и аспирантов «Регион в системе глобальной экономики» г. Иркутск, 2010 г., Региональная научно-практическая конференция «Финансовая система РФ: проблемы и тенденции развития в период глобализации и интеграции мирового сообщества» г. Иркутск, 2011 г.

Теоретические положения и практические материалы исследования используются на кафедре экономической теории и финансов Иркутского государственного технического университета при чтении лекций и проведении практических занятий по дисциплине «Налоги и налогообложение» (для бакалавров), «Налоговое планирование в корпорациях» (для магистров) (справка о внедрении в учебный процесс имеется).

Разработанная методика лизинговых платежей внедрена в решение задач управления финансово-хозяйственной деятельности ООО «Транс магистраль комплект».

## **Глава I. Теоретические основы венчурного инвестирования инновационной деятельности**

### **1.1. Сущность венчурного инвестирования: цели, задачи, функции**

Развитие венчурного инвестирования в России является одним из приоритетных направлений государственной инвестиционной политики и необходимым условием активизации инновационной деятельности и повышения конкурентоспособности отечественной экономики.

Венчурное инвестирование уже не новое понятие для российских экономистов. Термины «венчурный капитал», «венчурный бизнес», «венчурный капиталист» заимствованы из зарубежной экономической практики. Впервые термин «венчурный капитал» употребил американский предприниматель А. Рок, принимавший участие в создании первых венчурных проектов, реализация которых в дальнейшем способствовала появлению гигантов компьютерной индустрии Intel и Apple Computer. [82, с.23-30]

Само понятие «венчурный» происходит от английского «venture» – «рискованное предприятие или начинание». Рисковое (венчурное) инвестирование, как правило, осуществляется в малые и средние частные или приватизированные предприятия без предоставления ими какого-либо залога, в отличие, например, от банковского кредитования. Венчурные фонды или компании предпочитают вкладывать капитал в фирмы, чьи акции не обращаются в свободной продаже на фондовом рынке, а полностью распределены между акционерами – физическими или юридическими лицами.

Нормативные акты РФ практически не употребляют словосочетания «венчурная деятельность». Слово «венчурный» в российском нормативном регулировании употребляется как определение к слову «инвестирование» и/или «финансирование». При этом венчурным называется инвестирование, связанное с повышенными рисками для инвестора. [113, 114]

Практически общепринятым стало употребление слов «венчурный» и «инновационный» как синонимов. Однако юридически между данными терминами есть огромное различие. И в первую очередь оно в том, что

венчурной называют деятельность по инвестированию, тогда как инновационной является деятельность по созданию новаций (новшеств). То есть природа первой – финансовая, второй – творческая.

Венчурной можно считать деятельность по инвестированию в любые объекты при условии, что такое инвестирование будет связано с повышенными рисками. Инновационной является деятельность по созданию нового в любой области человеческой жизни. Однако, традиционно венчурный капитал инвестируется не во всякие инновационные проекты, а лишь в те из них, которые относятся к разработкам в области науки и техники (высокотехнологичные проекты). Именно с этой позиции в третьей главе будет рассматриваться правовое регулирование венчурной деятельности.

«Венчурный капитал» – капитал, инвестированный венчурным капиталистом совместно с предпринимателем для финансирования ранней стадии или стадии развития/расширения предприятия. Финансирование может принимать формы покупки обыкновенных акций, конвертируемых привилегированных акций или конвертируемых долговых обязательств. В обмен на принимаемый на себя относительно высокий риск венчурные капиталисты получают адекватное вознаграждение в виде прибыли, роялти, привилегированных акций, роста стоимости акционерного капитала или в ином виде. [34, с.326]

«Венчурная компания» - 1) может специализироваться на оказании консультативных услуг; 2) отвечать за управление венчурным капиталом, предоставленным венчурным фондом для осуществления инвестиций [34, с.328].

«Венчурный капиталист» – менеджер фонда прямых инвестиций (или венчурного фонда), отвечающий за управление инвестициями в определенную портфельную компанию. При активном участии в управлении венчурный капиталист вносит не только деньги в акционерный капитал компании, но, что особенно важно, привносит в компанию знание отрасли, деловые контакты, свою репутацию, стратегические советы и т.д. Часто также под «венчурным

капиталистом» подразумевается управляющая компания венчурного фонда [34, с.327].

«Фонд венчурного капитала» – организация, аккумулирующая внешние финансовые средства из различных источников для инвестирования в высокорисковые высокотехнологические инновационные проекты. Фонд вкладывает средства путем приобретения акций новой компании на ограниченный срок (до тех пор, пока рынок не будет способен вернуть вложенный капитал с существенной прибылью, но обычно не более чем на 7 лет). Продажу своей доли компании фонд осуществляет, когда коммерциализация компании позволяет ей выйти на пик рыночной стоимости, и, следовательно, дать фонду максимально возможную прибыль [34, с.284].

«Посевной фонд венчурного капитала» - зарегистрированный или неформальный фонд средств венчурных капиталистов, специализирующихся на инвестициях в малые высокотехнологичные компании на «посевном» этапе их финансирования [34, с.298].

«Посевной капитал» или «посевное финансирование» - первоначальный капитал, вносимый на ранней стадии (посевной) проектов. Это финансирование, предоставляемое на исследования, оценку и развитие начальной концепции компании, перед тем как она достигнет фазы «старт-ап» (чаще всего осуществляется за счет собственных средств инициаторов проекта, средств бизнес-ангелов или средств, взятых в займы у знакомых) [34, с.298].

«Start-up» («старт-ап»):

- 1) начальная стадия финансирования (предоставление средств компаниям на развитие продукта и проведение начального маркетинга); 2) стадия, на которой осуществляются венчурные инвестиции в компанию, не имеющую длительной рыночной истории; 3) процесс нахождения компании на самом раннем этапе продаж; 4) процесс, когда компания находится на начальных этапах своего развития (на организационной стадии); 5) стадия, на которой компания не продает свой продукт за деньги. [34, с.109]

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 структуры воздерживаются от рискованных вложений.

В рамках изучения понятийного аппарата и различных аспектов венчурного инвестирования и предпринимательства использовались работы таких зарубежных авторов как: Д. Гарнера, Р. Оуэна, Р. Конвейя, Д. Броффи, А. Соломона, В. Хорсмана, Д.Ф. Музыка, Р. Хизрича, М. Питере, Р. Дамари и американских предпринимателей А. Рок, Т. Перкинса, Ф. Джонсона, Ю. Клейнера, Ш. Фэрчайлда, Т. Дэвиса, Ф. Адлера, Б. Дреппера и других авторов.

Артур Рок, Билл Дреппер, Франклин (Питч) Джонс, Том Перкинс - основоположники основных элементов венчурного капитала. Усилиями этих ученых и их последователями, за последние тридцать лет XX столетия в Соединенных Штатах были заложены основные принципы становления венчурного капитала, были разработаны новые основополагающие концепции организации финансирования: создание партнерств в виде венчурных фондов; сбор денег у партнеров с ограниченной ответственностью и установление правил защиты их интересов; использование статуса генерального партнера. Такое организационное оформление инвестиционного процесса явилось новаторским для Америки середины XX века и создало ей очень весомое конкурентное преимущество [23, с.30-34].

В Европе венчурный бизнес появился позднее, чем в Северной Америке. Наибольшее развитие он получил в Великобритании. Особый интерес представляют работы: В. Стивене, Б. Бишопа, Д. Зингера, Д. Уолла, Д. Смита, К. Шерлинга, Р. Старманса, Д.В. Хайнинга, Т. Нагтегаала, В. Герке, В. Хаармана.

В России разработкой нового источника финансирования инновационной деятельности начали заниматься лишь с переходом к рыночной экономике, в конце 80-х годов. Seriously исследовать этот вопрос российские ученые стали с появлением венчурных фондов, организованных при содействии Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). Изучению особенностей венчурного

предпринимательства в инновационной сфере посвятили свои работы П. Гулькин, А.В. Власов, А.А. Петруненок, Ю.П. Анисимов, М. Бунчук, В.А. Фирсов, Т.С. Зубарева, Л.А. Щербакова, Ю.В. Яковец, С.Н. Савельев, В.О. Соколов, А.М. Балабан, М.А. Балабан, Н.М. Фонштейн, М.А. Гусаков, Е.Ф. Денисов, А.М. Яновский, А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев, А. Каширин, А. Семенов, Ю. Аммосов, И. Гладких и др.

Большинство работ российских ученых являются, по нашему мнению, описательными. В них, как правило, на основе зарубежного опыта, рассматриваются исторические аспекты становления и развития венчурного бизнеса, общая схема процесса финансирования, организационные формы существования венчурного капитала, возможности использования венчурного капитала для финансирования инноваций в российских условиях и перспективы его развития. Примером этому могут служить статьи М. Бунчука, Н. Фроловой, В. Качалина, А.М. Яновского, В.А. Фирсова, К.А. Вартаньяна и др., а так же учебные пособия, которые стали издаваться по данной проблеме О.В. Мотовиловым, Т.С. Зубаревой, М.А. Гусаковым, Е.Ф. Денисовым, Л.И. Щербаковой. Вопросам организации процесса венчурного финансирования инновационных проектов на наш взгляд не уделяется достаточного внимания. По-видимому, это можно объяснить малым опытом практической деятельности венчурных фондов в России, осуществляющих свои инвестиции в отечественные предприятия.

П. Гулькин является одним из первых отечественных исследователей, который рассмотрел западноевропейский опыт венчурного предпринимательства и попытался описать процесс организации венчурного финансирования в своей работе «Венчурное финансирование в России». Однако, практические аспекты организации и ведения венчурного бизнеса по нашему мнению, им рассмотрены, не достаточно подробно. [41, с.12-14]

Более подробная картина становления и развития венчурной индустрии дана Ю.П. Аммосовым. Его заслуги, в рамках изучения венчурного капитализма, связаны с четкой характеристикой каждого этапа развития

венчурного финансирования как в Америке, так и в Европе, особое внимание автор уделяет анализу венчурного инвестирования в России.

Конкретный опыт реализации венчурных проектов, методы их оценки и особенности венчурных инвестиций даны в работах А.И. Каширина, А. Семенова, А.Т. Каржаува, А.Н. Фоломьева. Настоящие труды являются на наш взгляд своевременными и важными для дальнейшего изучения и развития инновационных процессов и венчурного инвестирования в России.

По нашему мнению, инновационные проекты, связанные с высоким риском, имеют максимальные шансы на успех, если они выполняются в малых технологических фирмах. Венчурные капиталисты желают и в состоянии инвестировать такие высокорисковые проекты, используя свои финансовые инструменты, так как только высокие технологии в настоящий момент способны принести сверхприбыли, на которые настроены венчурные капиталисты. Для вновь создаваемого предприятия без какой бы то ни было кредитной истории, других источников капитала, кроме венчурного, на наш взгляд, не найти. Следовательно, для венчурных инвесторов необходимы высокотехнологичные проекты, а для реализации этих проектов необходим венчурный капитал. Инновации и венчурный капитал неразрывно связаны друг с другом.

Первыми шагами признания венчурного инвестирования необходимой частью процесса коммерциализации новых технологий, является, на наш взгляд, принятие проекта Федерального закона «о венчурной деятельности». Под венчурной деятельностью в нем понимается «деятельность по коммерческой реализации инноваций, осуществляемая венчурными компаниями и фондами». [10]

Изучив отечественный и зарубежный опыт развития венчурного инвестирования, его понятийный аппарат, приняв за основу проект федерального закона о венчурной деятельности можно сделать следующий вывод: «венчурный бизнес»- это предпринимательская деятельность, направленная на получение высокого дохода и связанная с прямым

финансированием инновационных проектов с высокой степенью инвестиционного риска потери инвестированных средств.

Достаточно обоснованным с теоретической и методологической точек зрения является рассмотрение венчурного капитала в качестве разновидности финансового, вырастающего из обособления, обобществления и слияния на базе монополий старых традиционных форм общественного капитала – промышленного, банковского, торгового. [133, с.107] Действительно, финансовая форма содействует мобильности капитала, усиливает его стремление перетекать из стагнирующих отраслей экономики в технологически передовые и быстрорастущие. Однако финансовый капитал одновременно усиливает монополистические тенденции в национальной экономике. Это может служить сдерживающим фактором обновления производительных сил, научно-технической динамики, что чуждо природе венчурного капитала, отличающегося особой инновационностью, гибкостью, мобильностью, ликвидностью, разновидностью форм, «прыгучестью» и пр. Видимо, рассмотрение последнего в качестве особой функциональной формы финансового капитала еще недостаточно для раскрытия сложного экономического содержания «венчура». Тем более, что венчурный капитал в ходе воспроизводственных процессов проявляет способность к особой интеграции с другими видами ресурсов, выступающими в качестве факторов экономической динамики, что трудно объяснить с позиции только его финансовой природы.

В российских экономических исследованиях распространена точка зрения, согласно которой венчурный капитал, будучи продуктом перенакопления, принимает форму фиктивного капитала, а потому движется по его традиционным каналам и регулируется его законами. [133, с.102]

Венчурный капитал в основном рассматривается в форме инвестиций для создания новых или расширения уже существующих предприятий или реализации отдельных новаторских проектов. При этом ожидается быстрый рост производства и соответственно большая прибыль, значительно

превышающая среднюю. Поэтому многие исследователи идентифицируют венчурный капитал с созданием, ростом малых и средних фирм, с потенциалом прибыли выше среднего при высокой деловой активности получателей этого капитала. В данном подходе просматривается не только характеристика венчурного капитала как инвестиций, но и совокупность некоторых предпосылок, при которых капитал превращается в свою особую разновидность – венчурный капитал. [77, с.17]

С середины 80-х г.г. XX в. некоторые исследователи обратили внимание на более сложную экономическую природу венчурного капитала, представив его как сочетание, комбинацию менеджментного ноу-хау и финансовой поддержки, которая предоставляется той или иной фирме в фазе высокого риска ее развития. При этом использование венчурного капитала опять было связано с условием высоких темпов роста фирмы (выше среднего по отрасли, региону, макроэкономике), небольшой доли собственного капитала, реализацией новаторской идеи, направленной на создание нового продукта или услуги.

Малые инновационные предприятия, как, впрочем, и весь реальный сектор экономики России, испытывают значительный недостаток инвестиций и заемного капитала. Далеко не последней причиной этому является неразвитость «нетрадиционных» для России рыночных механизмов и инструментов инвестирования, одним из них является венчурное инвестирование. Как известно, инвестиции венчурного капитала сопряжены с длительными сроками вложений, относительно высоким коммерческим риском и, соответственно, потенциально более высокими доходами. Исходя из мировой практики, эти средства должны вкладываться в основном в уставный капитал вновь созданных малых и средних предприятий, ориентированных, как правило, на создание новых технологий или наукоемких продуктов. Так, например, за рубежом большинство ведущих компаний в области компьютерных технологий, таких как Microsoft, Intel, Apple Computers, Sun Microsystems, на этапе их возникновения были профинансированы венчурными фондами.

Данный капитал, как свидетельствует мировая практика, в значительной мере действительно циркулирует в процессах, протекаемых в малых предпринимательских структурах. Но это, на наш взгляд, обусловлено не размерами производственной деятельности, а особой инновационной и деловой активностью предпринимательства, являющегося частью, элементом целостной совокупности факторов, под воздействием которых в условиях смешанной экономики и осуществляется наиболее динамичное производство, связанное с новыми продуктами и услугами.

Далее автор, раскрывая сущность венчурного бизнеса, предлагает рассмотреть цели венчурного бизнеса и его задачи.

В 2002 году специалисты Минпромнауки России разработали «Концепцию развития венчурной индустрии в России (государственной системы стимулирования венчурных инвестиций)», в которой определены цели государственной политики венчурного инвестирования в целом и венчурного капитала, в частности:

1. формирование в научно-технической сфере сегмента инновационной инфраструктуры, обеспечивающей создание малых технологических предприятий и условий для их динамичного развития (создание при научных заведениях технопарков, образование сети консультационных структур – бизнес-инкубаторов, коучинг-центров);
2. формирование благоприятной экономической среды для привлечения венчурных инвестиций в инновационный сектор (создание венчурных фондов с участием государства, корректировка налогового и бюджетного законодательства);
3. обеспечение ликвидности венчурных инвестиций (создание сети биржевых площадок для продажи акций высокотехнологичных компаний, проведение венчурных ярмарок);
4. повышение престижа предпринимательской деятельности в области малого и среднего бизнеса (формирование имиджа национальной венчурной индустрии). [93, с.142]

Исходя из выше сказанного можно сделать вывод, что цель рискованных капиталистов состоит в «выращивании» подопечной фирмы до стадии, когда она станет пользоваться достаточной известностью, чтобы можно было либо выгодно продать ее крупной корпорации, либо выпустить и реализовать на фондовой бирже ее акции. Превышение рыночной стоимости своих акций над вложенным капиталом и представляет, на ее взгляд, главный объект интереса рискованных капиталистов, их учредительскую прибыль. [167, с.23]

Обобщив выше сказанное можно предположить, что основной целью венчурного инвестирования для многих инвесторов в первую очередь выступает получение высокого дохода от инвестиций, отбор и поддержку компаний ранних стадий развития для превращения их в предприятия «мирового класса».

Одной из важнейших составляющих венчурного инвестирования в экономике – является поддержка малых, наукоемких предприятий, которые в дальнейшем развиваются и приносят большие прибыли как своим владельцам, так и экономике страны в целом.

Цели, стоящие перед венчурным инвестированием, определяются экономическим, научно-техническим и культурным положением конкретной страны. С учетом экономической, инвестиционной и инновационной ситуации в России для российского венчурного инвестирования можно выделить следующие задачи:

1. Повышение эффективности процесса коммерциализации технологий, т.е. преодоление барьера между разработкой новшеств и их внедрением;
2. Создание оптимальных (наиболее благоприятных) финансовых, кадровых, организационных и нормативно-правовых условий для венчурного инвестирования;
3. Развитие малого инновационного предпринимательства в реальном секторе экономики в научно-технической сфере в высокотехнологичном комплексе;
4. Поддержка и стимулирование развития передовых отраслей

- промышленности, таких как, биотехнология, информационные технологии;
5. Стимулирование развития малого инновационного предпринимательства и, как следствие, создания новых рабочих мест и развития отечественной промышленности;
  6. Повышение «предпринимательской культуры» отечественных бизнесменов;
  7. Льготное налогообложение венчурных инвестиций;
  8. Создание эффективных структур инвестиционных фондов на местных, национальных и международных уровнях;
  9. Создание условий для более легкого (благополучного) процесса перехода предприятия к новому владельцу;
  10. Стимулирование инвестирования в новые и инновационные предприятия. [123, 154, с.123-128]

Определив цели и задачи венчурного инвестирования в России, рассмотрим внутреннее содержание механизма венчурного инвестирования.

Содержанием механизма венчурного инвестирования, по нашему мнению, является единство всех составных элементов данного механизма, его целей, задач, субъектов данного механизма. Для того, чтобы раскрыть содержание венчурного инвестирования необходимо выявить взаимосвязи между его субъектами и постараться увязать в единый комплекс весь механизм венчурного инвестирования. (рис. 1.1.)

Существуют следующие основные субъекты венчурного инвестирования:

- инвесторы венчурного капитала - юридические и физические лица, предоставляющие финансовые средства для рискованных вложений в компании;
- венчурные компании - компании, управляющие средствами, полученными от инвесторов и размещающие их по различным проектам;
- венчур или реципиент рискованного капитала - компании, финансируемые венчурным капиталом.

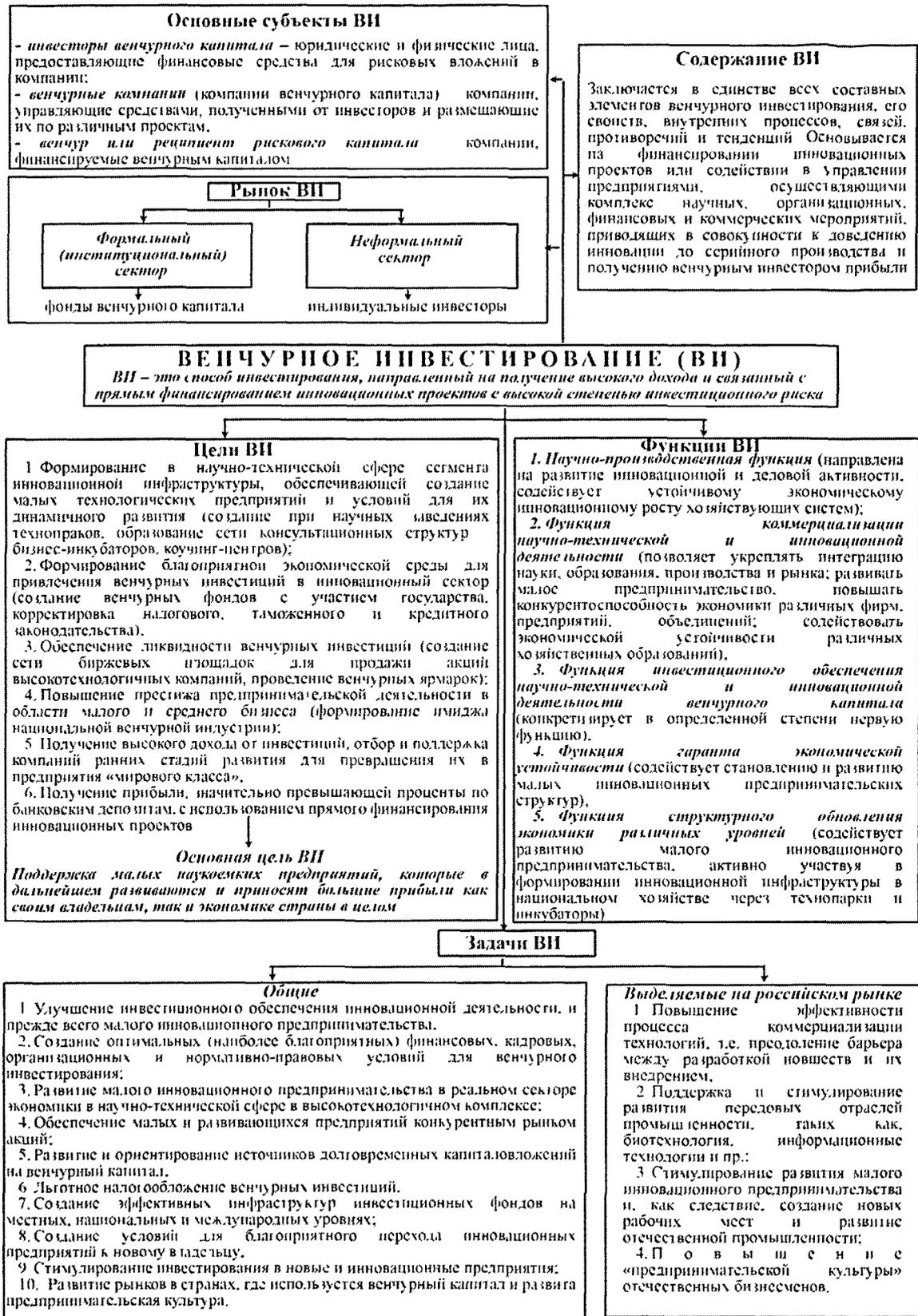


Рис. 1.1 Сущность и содержание механизма венчурного инвестирования

Рынок венчурного капитала следует, на наш взгляд, разделить на формальный (институциональный) и неформальный секторы. Институциональный сектор тогда будет представлен, в основном, фондами венчурного капитала, а неформальный - индивидуальными инвесторами.

Венчурные капиталисты являются посредниками между инвесторами и реципиентами рискованного капитала. Деятельность венчурных капиталистов заключается в фондировании средств, полученных от инвесторов и размещение их по различным проектам. В качестве институциональных инвесторов рискованного капитала, обычно, выступают пенсионные фонды, страховые компании, крупные банки и финансовые институты, корпорации и государственные структуры.

Неформальный рынок венчурного капитала состоит из индивидуальных инвесторов, напрямую инвестирующих свои личные финансовые ресурсы в новые и растущие малые фирмы, акции которых не котируются на бирже. Их принято называть «неформальными инвесторами», или «бизнес-ангелами». [26, с.168-172]

Оценка совокупных объемов инвестиций неформального рынка венчурного капитала за рубежом позволяет сделать вывод о том, что неформальный венчурный капитал представляет собой крупнейший источник рискованного финансирования для новых и растущих малых и средних предприятий.

Экономическая ценность венчурного капитала на неформальном рынке, по нашему мнению, заключается в следующем:

1. Неформальный венчурный капитал в гораздо большей мере, чем институциональные венчурные фонды, финансирует малые предприятия на ранних стадиях их развития. Венчурным капиталистам из формального сектора вследствие дороговизны оценки проектов приходится инвестировать гораздо большие объемы капитала и они вынуждены предъявлять более высокие требования к кандидатам на получение инвестиций и увеличивать минимальный размер инвестиции. Инновационным фирмам на начальном этапе

их развития не требуются большие суммы, поэтому единственным вариантом для них остаются средства бизнес-ангелов.

2. Решение о необходимости инвестиций бизнес-ангелы принимают в течение гораздо меньшего периода времени по сравнению с институциональными венчурными фондами, что делает процесс финансирования инновационных проектов более динамичным. Причиной этого является, по нашему мнению, значительный опыт оценки инвестиционных проектов у бизнес-ангелов и то, что они распоряжаются собственным, а не привлеченным капиталом.

3. Бизнес-ангелы в большей мере, чем венчурные капиталисты из институционального сектора, осуществляют комплексную поддержку по развитию управления, маркетинговой стратегии, установлению контактов, бизнес-планированию и прочую помощь профинансированным фирмам.

По нашему мнению, между формальным (институциональным) и неформальными рынками венчурного капитала существует неразрывная связь. Если получившая финансирование от бизнес-ангела фирма начинает успешно расти, то в дальнейшем она имеет высокие шансы получить более крупные инвестиции в институциональных венчурных фондах не только благодаря тому, что ее характеристики и потенциал начинают удовлетворять требованиям этих фондов, но и вследствие того, что сами бизнес-ангелы нередко поддерживают партнерские отношения с венчурными фондами и упрощают процесс взаимодействия предпринимателей с фондами благодаря своим контактам. Поэтому, на наш взгляд, вполне справедливым является утверждение о том, что неформальный и институциональный секторы рынка венчурного инвестирования играют взаимодополняющую роль.

Во многих проанализированных экономических публикациях по деятельности фирм венчурного капитала, его роль в экономике оценивается лишь с позиций финансирования, инвестирования, т.е. рассматривается его денежная форма. Это дает основание рассматривать венчурный капитал в качестве особого фактора инновационного экономического роста, перевод

хозяйственных систем различного уровня на инновационный тип развития, структурного обновления экономики на современном этапе экономической модернизации России.

Проанализируем кратко основные функции венчурного инвестирования:

1. научно-производственная функция – направлена на содействие технологическому прорыву, на развитие инновационной и деловой активности, которая в итоге содействует устойчивому экономическому инновационному росту хозяйственных систем. Через данную функцию венчурный капитал активизирует интеллектуальную, инвестиционную и кадровую подготовку инновационного производства товаров различной природы (продукты, услуги, средства производства и пр.). Создаются не только новые рабочие места, но и новые профессии будущего.
2. функция коммерциализации научно-технической и инновационной деятельности. Эта функция свойственная всем основным формам венчурного капитала, ее можно назвать функцией инкубации инновационного предпринимательства, в том числе внутреннего («интрапренерства»). Она позволяет решать ряд важных проблем. Во-первых, укреплять интеграцию науки, образования, производства и рынка. Во-вторых, развивать малое предпринимательство, рационально объединяя различные ресурсы для технологического обновления хозяйственных систем, в том числе корпораций. В-третьих, повышать конкурентоспособность экономики различных фирм, предприятий, объединений. В-четвертых, содействовать экономической устойчивости различных хозяйственных образований. В-пятых, сокращать время от идеи нового продукта до его внедрения на рынке (time-to-market).
3. функция инвестиционного обеспечения научно-технической и инновационной деятельности венчурного капитала вытекает из первой функции, которую конкретизирует в определенной степени. Развитие венчурного капитала осуществляется через периоды подъемов и спадов, т.е. циклически, данная форма инвестиций не решает полностью задачи

инвестиционного обеспечения научно-технической и инновационной сфер, но преуменьшать его роль в ресурсном обеспечении современного технологического обновления производства не следует. Именно венчурные инвестиции дали путевку в жизнь многим новым продуктам и технологиям.

4. функция гаранта экономической устойчивости рождающихся малых инновационных предпринимательских структур, а за счет последних обеспечивает устойчивость корпоративного каркаса экономики. Истоки этой функции были раскрыты выше при рассмотрении особенностей венчурного капитала и его структуры. Данная функция является необходимой для выполнения ряда других функций венчурного капитала.
5. функция структурного обновления экономики различных уровней. Венчурный капитал, содействует развитию малого инновационного предпринимательства, активизирует процесс роста новых конкурентоспособных корпораций с принципиально новой технологической базой, активно участвует в формировании инновационной инфраструктуры в народном хозяйстве через технопарки и инкубаторы инновационного бизнеса. [156, с.31]

Анализ функций венчурного инвестирования, позволяет охарактеризовать экономическую сущность венчурного инвестирования как разновидность финансового источника, выполняющего роль особого инвестиционного фактора – ресурса в общественном воспроизводстве, имеющего преимущественную направленность действия на активизацию научно-технической и инновационной деятельности, сочетающего высокие риски и неопределенности конечного совокупного рыночного эффекта со сверхвысокой доходностью, вложенных средств в новые или развивающиеся фирмы.

Венчурное инвестирование как особое явление в целостном ресурсном обеспечении общественного воспроизводства, недостаточно исследовано экономической наукой, несмотря на более чем полувековую практику. Основное внимание в публикациях уделяется прикладной стороне дела:

описанию зарубежного опыта, организации отдельных элементов инфраструктуры венчурного инвестирования, анализу инвестиционных рисков, инвестиционному бизнес-планированию при разработке венчурных проектов, вопросам регулирования интеллектуальной собственности, раскрытию особенностей венчурного капитала в отдельных странах, его источников и рынков. Несмотря на повышенное внимание экономической науки к процессу венчурного инвестирования, до настоящего времени не разработаны единые теоретические и методические подходы его развития. Остается дискуссионным вопрос, связанный с разграничением понятий «венчурный» и «инновационный». Недостаточно исследованы и обоснованы проблемы государственного регулирования венчурного бизнеса. Современный уровень знаний не дает представлений о функциях и взаимодействии различных элементов, составляющих систему венчурного бизнеса, а также взаимосвязях с другими подсистемами экономики, государства и общества.

Кроме того до настоящего времени в отечественной литературе отсутствуют фундаментальные труды, которые могут служить методологической основой формирования систем и технологий венчурного инвестирования как на федеральном, региональном, так и на локальном уровне субъектов венчурного инвестирования.

Данные обстоятельства требуют активных научных изысканий, перехода к качественно новому уровню развития венчурного инвестирования инновационной деятельности.

## **1.2. Принципы и особенности организации венчурного инвестирования инновационной деятельности**

Принципы организации венчурного финансирования были заложены на начальном этапе становления венчурного капитала основателями этого бизнеса - Томом Перкинсом, Юджином Клейнером, Франком Кофилдом, Бруком Байерсом и др. В 50 - 60 г.г. XX века они разработали основополагающую

концепцию венчурного инвестирования, которая заключается в создании партнерств в виде венчурных фондов, сбора денег у партнеров с ограниченной ответственностью и установлении правил защиты их интересов, использовании статуса генерального партнера. Большинство принципов, заложенных основателями венчурного предпринимательства сохраняются неизменными до настоящего времени. Однако с развитием венчурного инвестирования некоторые правила (принципы) организации венчурного финансирования претерпели изменение. [21, с.25-34]

В работе приведена систематизация принципов венчурного финансирования и их корректировка с учетом последних изменений в механизме венчурного инвестирования инновационной деятельности в условиях обновления экономической системы и ее особенностей. (рис. 1.2.)

Можно выделить четыре группы принципов организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий:

1. организация венчурных фондов;
2. организации отношений с инвесторами венчурного капитала;
3. организации процесса венчурного финансирования проектов;
4. организация деятельности по ограничению риска венчурного финансирования.

**Первую группу принципов (организация венчурных фондов) составляют:**

1. Принцип специализации фондов венчурного капитала по сферам, стадиям и областям вложений;
2. Принцип создания фондов на основе общности инвестиционных интересов. Обычно венчурные фонды специализируются на вложении средств или в определенные сферы деятельности, либо стадии развития компании, либо в регионы. Венчурный капиталист должен обладать определенными знаниями в той области, в которую он собирается делать вложения, иначе он просто не сможет эффективно размещать и контролировать инвестиции.



Рис. 1.2 Структура венчурного инвестирования

3. Принцип выбора определенной организационно-правовой структуры венчурного фонда, которая позволяет избежать двойного налогообложения. На это обращает внимание Джонатан Блейк, отмечая, что «главной проблемой, которую приходится решать при структурировании фондов венчурного капитала, заключается в том, чтобы избежать двойного налогообложения» [23, с.63].

Вторую группу составляют принципы организации отношений с инвесторами венчурного капитала:

1. Принцип запрета на вложение собственных средств менеджерами управляющей компании в проекты, финансируемые фондом;
2. Принцип подотчетности действий управляющей компании перед инвесторами;
3. Принцип поддержания партнерских отношений с инвесторами венчурного капитала.

Первый принцип должен, на наш взгляд, предусматривать защиту интересов инвесторов. В нем излагается правило, согласно которому, венчурный капиталист, стоящий во главе фонда или компании не может вкладывать собственные средства в акционерный капитал финансируемых компаний. Один из основателей венчурного предпринимательства Том Перкинс так описывал этот принцип: «... вплоть до сегодняшнего дня ни один генеральный партнер не может иметь личных инвестиций в компании, в которой могут быть заинтересованы партнеры, даже в том случае, если со временем они отказываются от нее. Этот принцип гарантирует, что конфликта между нашими личными интересами и интересами как партнеров не возникнет». [23, с. 18]

Второй принцип подконтрольности действий венчурного предпринимателя инвесторам призван оберегать инвесторов от опрометчивых шагов венчурных капиталистов и заключается в следующем: 1) с одной стороны, венчурный капиталист самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для внесения инвестиций, участвует в работе совета директоров и всячески способствует росту и расширению бизнеса этой компании; 2) с другой - окончательное решение о производстве инвестиций принимает инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов.

Для любого венчурного капиталиста очень важным вопросом является защита интересов инвесторов, размещающих средства в его фонде. Привлечение инвесторов, по нашему мнению, является очень трудоемким делом, поэтому значительно проще сохранить расположение уже существующих инвесторов и тем самым обеспечить себе безупречную репутацию на рынке венчурного капитала.

Третья группа включает принципы, которых необходимо придерживаться венчурным капиталистам непосредственно при организации различных этапов венчурного инвестирования - «венчурования», основными из которых, по нашему мнению, являются:

1. Принцип преимущественного финансирования высокотехнологичных

проектов;

2. Принцип отбора проектов, основанных на человеческом потенциале;
3. Принцип финансирования конкретного проекта, а не предприятия;
4. Принцип ограниченного вмешательства в управление компанией;
5. Принцип подконтрольности деятельности менеджмента профинансированного предприятия;
6. Принцип помощи менеджменту портфельной компании в управлении.

Суть первого принципа данной группы продиктована тем, что классический североамериканский венчурный бизнес был ориентирован на финансирование высокотехнических инновационных проектов. С течением времени венчурный капитал переместился в Европу, где приобрел черты консерватизма: рисковое финансирование сместилось в более безопасную сторону финансирования развития предприятий, выкупов пакета акций менеджментом и предприятий «с низкими технологиями» или вообще «без технологий».

С точки зрения второго принципа (отбор проектов, основанный на человеческом факторе) «большое внимание при анализе заявки уделяется тому, в какой мере проект опирается на высокие технологии, которые в первую очередь определяют потенциал венчурного предприятия к быстрому росту». Принцип преимущественной оценки человеческого потенциала компании заключается в следующем: венчурные капиталисты интересуются прежде всего людьми, командой, менеджерами, а не собственно идеей. Несомненно, идея должна удовлетворять определенным критериям - быть новой, закрывать реальную нишу на рынке, быть защищенной от возможных действий существующих и возможных конкурентов, и т. д. Но венчурные капиталисты справедливо полагают, что слаженная команда и агрессивные менеджеры смогут выдать деньги даже из средней разработки, а вот плохие погубят любое гениальное прозрение. [35, с. 112-117]

Третий принцип подразумевает, что венчурные предприниматели финансируют собственно не предприятие, а инновационный проект. Средства

выделяются под развитие проекта - отсюда вытекает принцип финансирования идеи. Также можно отметить, что венчурные фонды предоставляют венчурный капитал предприятиям для осуществления «конкретных программ развития».

В рамках четвертого принципа можно сказать о том, что венчурные фонды обычно не претендуют на контрольный пакет акций портфельной компании. На это имеются две причины. Во-первых, предел человеческих возможностей. Управляющий состав венчурного фонда состоит, как правило, из 3-5 человек. Размер фонда может варьироваться, но большинство инвесторов рискового капитала не будут вкладывать менее 10 млн. американских долларов в фонд. Среднее количество инвесторов фонда, по оценкам специалистов, составляет порядка десяти участников. Отсюда следует, что размер фонда может составить 100 и более млн. долларов. Эти средства будут размещены венчурным капиталистом в 10-15 проектов. Участвовать в управлении каждой из этих компаний, подробным образом вникать во их все текущие дела для 5 человек физически невозможно.

Во-вторых, по словам М. Ашарова, «...у тех, кто вкладывает в компанию душу, страсть и все силы, должен оставаться реальный контроль, "чувство руля», ощущение, что свой крупный выигрыш они куют сами. Иначе пострадает общее дело и, как результат, общие деньги» Мнения относительно того, что венчурный капиталист не претендует на контрольный пакет акций и полноту управления проинвестированным предприятием разделяют и другие ученые. Так, Э. Джонсон, описывая деятельность венчурного фонда, находящегося под его руководством, категорически заявляет, что «доля Фонда в уставном капитале предприятия может составлять от 25 до 49%. Но не больше!». [21, с.68]

Пятый принцип предполагает, что независимо от своего долевого участия в капитале фирма-инвестор стремится к тому, чтобы контроль над компаний оставался в руках ее нынешних руководителей, так как она вкладывает свой капитал, во многом рассчитывая на их опыт и профессионализм.

Однако на этот счет существует и другая точка зрения, которую выразил

О.В. Мотовилов, заявив, что венчурный инвестор часто стремится к установлению полного контроля. [37, с.134-140]

В рамках шестого принципа помимо контроля венчурному предпринимателю необходимо, на наш взгляд, оказывать посильную помощь в управлении проинвестированным предприятием. Особенно это важно в случае финансирования начальных стадий развития предприятия, где риск неудачи относительно высок. Поддержка венчурного предпринимателя в этом случае – это то, чего ждут многие предприниматели, обращаясь в фонд за инвестициями.

**Четвертую группу** составляют принципы организации деятельности по уменьшению рисков венчурного финансирования:

1. Принцип диверсификация риска по проектам;
2. Принцип поэтапного выделения средств;
3. Принцип поддержки венчурным капиталистом «активной» позиции в управлении предприятием.

В связи с тем, что при инвестировании, венчурный капитал подвергается значительному риску, основные принципы организации венчурного бизнеса призваны подсказать способы уменьшения этого риска.

Первый и основной, по нашему мнению, принцип, который необходимо соблюдать при организации инновационной деятельности - по уменьшению риска потери средств при венчурном финансировании инновационных проектов, оберегающий рискованного предпринимателя от потери инвестированных средств, заключается в разделении (диверсификации) этого риска. Этот принцип можно сформулировать следующим образом: венчурному предпринимателю целесообразно вкладывать средства в несколько не связанных между собой инновационных проектов. Значимость этого принципа подчеркивается многими отечественными и зарубежными учеными.

О.В. Мотовилов высказывает мнение, что «основной принцип деятельности «рисковых капиталистов» - финансирование относительно небольших, не связанных между собой (рассредоточение риска) проектов ...» [107, с.98-100]

И. Фролова в статье «Фонды рискованного финансирования» также выделяет в качестве «...центрального принципа рискованного финансирования - разделение и распределение риска». [159, с.51-53]

В проекте российского закона «О венчурном финансировании в Российской Федерации» изначально это правило заложено в качестве обязательного к исполнению: «Венчурный фонд не вправе инвестировать свыше 10 процентов собственных средств в один инновационный проект» (Проект федерального закона о венчурной деятельности, статья 16). [10]

Илья Франк следующим образом раскрывает причины возведения диверсификации риска в статус принципа: «Чаще всего компании вкладывают средства сразу в несколько мелких новаторских фирм с расчетом на то, чтобы за счет компаний-победителей покрыть убытки от вложений в те, которые потерпят крах. [156, с.31]

Следующий принцип (поэтапное выделение средств) – организация деятельности по ограничению рисков, который многие авторы вполне обоснованно ставят на второе место по значимости, является дополнением первого. Уменьшение степени риска может достигаться также за счет распределения риска. Сущность этого принципа заключается в поэтапном выделении средств реципиенту венчурного капитала для реализации инновационного проекта.

Также высказывается мнение, что ещё одним способом «самостраховки», помимо диверсификации, применяемым «рисковыми капиталистами», является «поэтапное финансирование проектов, когда вложения увеличиваются по мере успешного хода их реализации и немедленно приостанавливаются в случае неудачи». [77, с.134]

Оценивая опыт венчурного предпринимательства в Великобритании можно отметить, что «при венчурном финансировании повсеместно применяется поэтапное выделение ресурсов через «капельницу», когда каждая последующая стадия развития предприятия финансируется в зависимости от успеха предыдущей». [77, с136]

Заключительное положение этой группы принципов, направленных на организацию процесса по уменьшению риска вложений в инновационные проекты, заключается в третьем принципе, в котором отводится роль венчурному предпринимателю в управлении компанией. Венчурный капиталист должен занимать, на наш взгляд, «активную» позицию в управлении проинвестированным предприятием. Он должен ввести своих представителей в управление для оказания поддержки и осуществления контроля, и настоять на получении от менеджмента компании права «вето», т.е. иметь возможность приостановить любое решение, противоречащее интересам фонда в данном предприятии.

Венчурный фонд, в целях уменьшения различных рисков, возникающих при венчурном финансировании и оптимальной его организации, должен неукоснительно следовать этим принципам, так как они сформулированы с использованием результатов анализа опыта венчурной деятельности во многих странах мира.

С учетом всех четырех групп принципов венчурного инвестирования можно выделить ряд особенностей, присущих венчурному предпринимательству (рис. 1.2):

1. Венчурный капиталист - посредник между инвесторами капитала и предпринимателями (реципиентами), т.е. в проекты вкладываются не собственные средства, а средства мобилизованные у инвесторов. Такие средства вкладываются не непосредственно в компанию, а в ее акционерный капитал, при этом венчурный капиталист рассчитывает на сверхприбыль, другую часть средств составляет интеллектуальная собственность основателей новой компании. Следовательно, у предпринимателя нет никаких обязательств перед венчурным инвестором по возврату инвестированных в предприятие средств.

2. Небольшой штат управляющей компании и, как следствие, гибкость в управлении фондом и низкие текущие затраты;

3. Венчурное инвестирование связано с паевыми вложениями в акции, то

есть с риском и биржевой игрой. Инвестиции осуществляются в компании, акции которых еще не котируются на фондовой бирже. Предпринимательские проекты, в осуществлении которых используется венчурный капитал, несут в себе большую вероятность недополучения ожидаемого выигрыша, возможную опасность потерь. Для венчурного капитала характерным является не просто наличие рисков при его использовании, а наличие более высокого совокупного риска по сравнению с другими формами используемого капитала, преобладание в совокупном риске инновационного, инвестиционного рисков, а также постоянное изменение этих рисков в ходе реализации научно-технических и инновационных проектов [29, с.21-31].

Так как венчурные инвестиции высокорисковые, а в случае неуспешного развития компании инвестор теряет все вложенные средства, венчурные капиталисты, чтобы по возможности снизить риски, стремятся непосредственно участвовать в управлении предприятием, входя в Совет директоров. Тем же объясняется и то, что венчурные капиталисты часто принимают непосредственное участие в отборе объектов для инвестирования, а также то, что они всегда одновременно проводят несколько венчурных операций, то есть работают с новыми, и с уже существующими, и с подготовленными к продаже компаниями.

В целях минимизации риска венчурные капиталисты, как правило распределяют свои средства сразу между несколькими проектами, и в то же время несколько инвесторов могут поддерживать один проект. Для этого же при венчурном финансировании применяется поэтапное выделение ресурсов в виде небольших порций (траншей) или, как принято говорить среди венчурных бизнесменов, через «капельницу», когда каждая последующая стадия развития предприятия финансируется в зависимости от успеха предыдущей.

И, наконец, владельцы венчурного капитала, направляя инвестиции туда, куда другие инвесторы (по уставу или из осторожности) вкладывать не решаются, не просто получают обычные или привилегированные акции, но и оговаривают условия, согласно которому инвестор имеет право в критический

момент обменять их на простые, чтобы таким путем приобрести контроль над «захромавшей» компанией и попытаться за счет изменения стратегии развития спасти ее от банкротства. И это вполне оправдано, поскольку венчурные капиталисты идут на большой риск, превращая свои средства в долю других фирм, и рассчитывая на высокую прибыль, характерную для наиболее успешных фирм высоких технологий, у которых цена акций за 5-7 лет возрастает в несколько раз.

4. Венчурный капитал предоставляется новым высокотехнологичным компаниям на средний и длительный срок и не может быть изъят венчурным капиталистом по собственному желанию до завершения жизненного цикла компании. Разные стадии жизненного цикла венчурного капитала и научно-технического проекта финансируются из разных источников, и каждая стадия имеет свои венчурные (специализированные) фонды. Из этого вытекает очень важная особенность венчурного инвестирования, связанная с фрагментацией и постадийным финансированием инновационных проектов. Постадийное финансирование применяется и при других видах инвестирования, включая кредитование. Особенность венчурного инвестирования заключается в сочетании фрагментарности (по отдельным фазам) и постадийности (в пределах одной фазы). Среди всей совокупности особенностей здесь можно также выделить многосубъектность управления жизненным циклом в каждой его фазе.

5. Венчурный капитал направляется в малые высокотехнологичные компании, ориентированные на разработку и выпуск новой наукоемкой продукции. Вложение венчурного капитала именно в эксклюзивные малые высокотехнологичные компании продиктовано стремлением не только получать более высокие, по сравнению с инвестициями в другие проекты, доходы, но и желанием создавать новые рынки сбыта, заняв на них господствующее положение;

6. Роль инвестора в успешном развитии новой компании не ограничивается лишь своевременным предоставлением венчурного капитала, а

включает одновременно инвестирование своего опыта в бизнес и деловых связей, способствующих расширению деятельности компании, появлению новых контактов, партнеров, рынков сбыта. Поэтому венчурные предприниматели оказывают всяческую поддержку профинансированному предприятию – от консультаций до помощи в управлении;

7. Венчурный капиталист ориентируется не на дивиденды, а на прирост стоимости предприятия;

8. При анализе проекта основной упор делается на человеческий потенциал, возможную прибыль, а лишь потом на риски. Органическая связь с человеческим фактором, объединение в себе возможностей финансового капитала и интеллектуального ресурса – именно в этом и заключается особая инновационная преобразующая возможность венчурного капитала. Сращивание финансового и человеческого капиталов в венчурном инвестировании, включая последующие дезинвестиции, не просто предполагает использование человеческого фактора, интеллектуального труда, а как бы включает в себя, сам инвестиционный процесс, это проявляется и в том, что венчурные инвестиции приходят в фирму, как правило, с собственным менеджментом, опытом управления, знаниями в области маркетинга.

9. Венчурный капитал обладает еще одной, весьма существенной особенностью. Он ориентирован не на возврат вкладываемых средств, не на процент и не на регулярные доходы на инвестированный капитал, а на развитие самих инновационных предпринимательских структур, их нововведений и прибыль от массового выпуска инноваций – товаров, а также акций преуспевающих фирм, принявших венчурный капитал, и размещение их среди населения. Эту особенность можно назвать мотивационной.

Данная особенность обусловленная рядом обстоятельств. Во-первых, венчурный капитал связан с особым интеллектуальным трудом в тех воспроизводственных процессах, где он играет роль одного из ресурсов. Во-вторых, он связан с предпринимательским трудом, представляющим собой такую деятельность, для которой характерны новаторство, изобретательство,

готовность рисковать имуществом, нетрадиционные мотивации. В-третьих, движение венчурного капитала, весь его жизненный цикл сопровождаются особой организацией, контролем, менеджментом, информационным обеспечением. Само выделение венчурного капитала из финансового, его некоторое обособление уже связаны с его интеграцией с человеческим капиталом. Именно данная интеграция является тем механизмом, той главной экономической базой, на основе которой рождается из финансового капитала – венчурный капитал, который направляется на поддержание нетрадиционных (новых, а иногда и совершенно оригинальных) компаний, что, с одной стороны, повышает риск, а, с другой – увеличивает вероятность получения сверхвысоких прибылей.

Использование инноваций в качестве фактора экономического роста на предприятии и в фирмах сопряжено с двумя основными трудностями: с ограничениями в финансировании инновационной деятельности и сложностью инновационного менеджмента, призванного отобрать из всего многообразия новшеств наиболее привлекательные для инвесторов и наиболее привлекательные для инвесторов и наиболее полезные для развития фирмы, с целью укрепления ее позиций на рынке.

Однако, инновация должна иметь такую степень новизны, чтобы противопоставить связанным с нею повышенным рискам, первоначальные привлекательные прибыли и высокий экономический рост при своей последующей коммерциализации. [156, с.17,22]

Таким образом, для венчурного инвестирования важны не просто результаты научно-технической и инновационной деятельности, а лишь те, которые имеют высокие шансы признания большим числом потребителей на рынке и в итоге способны принести высокий суммарный доход, высокую прибыль в довольно короткий промежуток времени. Венчурный капитал имеет связь не только с инновациями – продуктами, но и новшествами в технологиях, организации производства, социальной сфере.

Активное участие венчурных инвесторов в управлении финансируемыми проектами и фирмами на всех этапах их осуществления, начиная с экспертизы еще «незрелых» предпринимательских идей и завершая обеспечением высокой ликвидности акций предприятия, является достаточно убедительным подтверждением важнейшей особенности и отличительного признака венчурного капитала – пропорционального соединения финансового и интеллектуального ресурсов, что дает ему возможность проявить синергетический эффект.

В связи с тем, что путь к возможной высокой и сверхвысокой прибыльности лежит через инновационные и инвестиционные риски (обязательные в каждом новаторском проекте при необязательной высокой прибыльности в отдельных из них), можно сделать вывод, что для венчурного капитала характерна объективная особенность стремления к предпринимательским проектам и сферам деятельности с высокими рисками, сочетающимися с возможными (но не обязательными) высокими уровнями рентабельности. Как показывают исследования, около 15% рискованных предприятий терпят неудачу, 25% теряют больше, чем зарабатывают, 30% едва сводят концы с концами и лишь 30% венчурных фирм (использующих венчурный капитал) обеспечивают всю прибыль, компенсирующую потери остальных. [77, с.28] Иначе говоря, особенностью венчурного капитала можно считать в определенной степени объективное стремление к высоким финансовым рискам, а не просто рискованность.

Ранние схемы венчурного капитала предусматривали прямые договоры между финансистами и получателями его, то современная рыночная модель венчурного капитала предусматривает компанию, которая управляет его движением. Она действует как партнер получателя венчурного капитала как в правовом, так и в производственно-экономическом отношении. Доход компании венчурного капитала и ее сотрудников большей частью тесно связан с прибыльностью портфельного (принимающего) предприятия, что определяет высокую мотивацию их работы. Компании венчурного капитала обладают

возможностью уменьшать экономические риски благодаря внесению профессиональных знаний и опыта в инвестиционный процесс, фазу производства и обслуживания в инновационной фирме.

Таким образом, венчурные капиталисты, особенно крупные, играют куда более важную роль, чем просто поставщика финансов. Для снижения рисков, защиты инвестиций и получения высоких прибылей они склонны вкладывать средства в хорошо знакомые им сферы деятельности, предлагая предпринимателю ценные деловые связи, богатый опыт менеджмента и маркетинга, хорошее знание товарных рынков соответствующих отраслей, здоровое перспективное мышление, хорошее понимание и согласованность целей венчурного капиталиста и предпринимателя, привлекающего венчурный капитал. Порой все это может оказаться более ценным, важным, чем просто получение денег.

Многосубъектность управления на всем пути движения венчурного капитала напрямую связана с интеграцией в нем финансового и человеческого капиталов, с высокими рисками реализуемых инвестиционных проектов. Особенность управления обусловлена природой самого объекта – венчурного капитала, а также процессов его образования и использования.

Поэтому следует обратить внимание на сам рынок венчурного капитала. Значение данного рынка постоянно возрастает, так как повышается значимость инноваций как факторов обновления всей общественной жизни, в том числе и производственной сферы. А ввиду усложнения, роста системности, особенно машин и технологий, можно утверждать, что спрос на венчурный капитал во всех национальных экономиках, в том числе и в России, будет возрастать и тем быстрее, чем активнее будет осуществляться переход хозяйственных систем на инновационный тип развития.

Современный рынок венчурного капитала является организованным, высокоинституционализированным рынком. Он характеризуется асимметричной информацией. В этой институционализированной рыночной

среде предложение и спрос уравниваются рыночными посредниками, компаниями венчурного капитала.

Взаимный интерес основателей компании и инвесторов в успешном и динамичном развитии нового бизнеса связан не только с вероятностью получения высоких доходов, но и с возможностью стать участником создания новой прогрессивной технологии, стимулирующей научно-технический прогресс страны.

Венчурный капитал, венчурное инвестирование, венчурное предпринимательство связаны с такими проблемами, как отсутствие реинвестирования прибыли, длительный срок (3-7 лет до рыночной реализации акций или продажи) не ликвидности, отсутствие залога и гарантий (венчурный капитал предоставляется под перспективную инновационную идею без гарантированного обеспечения имеющимся имуществом, сбережениями или прочими активами предпринимателя - инноватора. Единственным залогом служит оговариваемая доля акций уже существующей или только создаваемой фирмы), ориентация не на дивиденды с вложенного капитала, а на прирост самого капитала, точнее многократное возрастание, длительный срок ожидания рыночной реализации (долгосрочность), отсутствие реинвестирования прибыли. Для венчурного капитала присущ международный характер как по перетоку средств из институциональных источников (по источникам формирования), так и по направленности.

В 1999-2008 гг. зарубежные источники занимали 74%, а российские – 26% (это прежде всего коммерческие банки, промышленные предприятия, институциональные инвесторы и частные лица). [17, с.11-13]

После кризиса 2008 года значительно снизился приток средств в европейские и российские венчурные фонды зарубежных капиталов, но, несмотря на это, в России практически все венчурные фонды сформированы в основном на базе зарубежных капиталов. За 1999-2008 гг. основная часть средств (97%) поступила из зарубежных источников и только – 3% из

российских (это в основном государственные средства, банковские и институциональные инвесторы). [18, с.17-20]

Проведенные исследования позволили выявить еще одну особенность венчурного капитала – высокие затраты на управление и предварительные исследования. Это объясняется необходимостью компенсации управленцам за особые усилия по нивелированию, предотвращению различных рисков, включая инновационные, в течение довольно длительного времени протекания цикла венчурного инвестирования.

Особенности и функции венчурного инвестирования изученные в процессе исследования, позволяют сформулировать ряд методических принципов и способов, которыми следует руководствоваться при организации, управлении и мотивации венчурного инвестирования.

Во-первых, исходя из целостной совокупности специфичных функций венчурного инвестирования, его роли как фактора-ресурса, действующего в системе факторов воспроизводственных процессов конкретных инновационных товаров, можно сделать вывод, что венчурный капитал является особой подсистемой в системах более высокого порядка – в системе общественного капитала, в системе факторов-ресурсов, в системе инвестиционных ресурсов. Системный характер венчурного инвестирования подтверждается также следующими положениями: а) венчурное инвестирование обладает рядом свойств системы: он хорошо структурирован, в нем можно выделить ряд подсистем по фазам венчурного инвестирования; обладает способностью к автономному функционированию, так как имеет собственные источники; он относительно устойчив; ему свойственна управляемость, чувствительность и инвариантность; б) венчурный капитал имеет собственный рынок со своей инфраструктурой, спросом, предложением и ценой венчурного и инвестиционного товара в виде доли акций; в) венчурное инвестирование обеспечивается особой разновидностью высококвалифицированного менеджмента, нуждающегося также в особой системе подготовки управленцев всех уровней; г) совокупность эффектов воздействия венчурного

инвестирования на систему общественного воспроизводства также носит целостный характер.

Из данной характеристики венчурного инвестирования можно сформулировать основополагающий комплексный методический способ организации и построения венчурной деятельности – это системный подход, учитывающий не только требование рассматривать венчурный капитал как систему, но и потребность в системном анализе; в выявлении системы факторов его образования, развития и эффективного использования, в полноценном использовании системотехники.

Во-вторых, важным методическим подходом, в определенной мере характеризующим высокую результативность всей системы регулирования венчурного инвестирования и максимизацию комплексного эффекта воздействия венчурного капитала на хозяйственную инновационную деятельность, является наиболее полный учет совокупности неопределенностей и высоких рисков. Данный методический прием следует из объективного свойства высокой рискованности венчурного капитала. Из этого следует, что: во-первых, необходим учет не просто рискованности, а системы рисков, так как они охватывают все стадии воспроизводственного цикла (предпроизводственную, производственную, распределительно-обменные и стадию потребления, особенно ее производственную часть); во-вторых, требуется особенно выделять специфические риски, связанные с инновационной направленностью действия венчурного капитала и присутствующие не во всех видах инвестиционной деятельности.

Методические требования полного и адекватного учета целостной совокупности неопределенности и высоких специфических рисков чрезвычайно важны для формирования результативного механизма регулирования и управления всем циклом венчурного инвестирования.

В-третьих, особенности венчурного инвестирования позволили выявить и предложить, что для активного использования в практической деятельности венчурного инвестирования необходим методический способ, основанный на

соблюдении требования диалектического соотношения и взаимодействия различных процессов, категорий, явлений, создающих хорошую основу для обеспечения эффективной организации и построения системной венчурной деятельности.

На этом методическом способе строится работа по организации и развитию венчурного инвестирования в России и ее регионах, учитывающая необходимость: 1) соблюдения баланса интересов всех участников венчурной деятельности, всех субъектов рынка венчурного капитала; 2) учета принципа иерархичности при построении национальной системы венчурного инвестирования; 3) поиска оптимального соотношения величины финансового риска, планируемого объема прибыли, времени и этапов получения совокупного эффекта использования венчурного капитала; 4) сбалансированной оценки результативности взаимодействия и воздействия на динамику внутренних и внешних факторов национальной системы венчурного инвестирования.

Представленные три методических подхода используются в практике формирования национальной системы венчурного инвестирования и гарантируют, в некоторой степени, недопущение серьезных ошибок и просчетов при выработке механизма государственного регулирования, развития и эффективного использования венчурного капитала в обеспечении стратегии устойчивого экономического роста в России на основе активного использования возможностей инновационного пути развития.

### **1.3. Основные этапы процесса венчурного инвестирования и венчурные риски, пути их снижения**

Исходя из особенностей венчурного инвестирования следует выделить дробность финансирования инновационных предпринимательских проектов и различия в прибыльности на различных этапах его жизненного цикла.

Понятие «инновационный проект» употребляется в двух смыслах:

1. Как дело, деятельность, мероприятие, предполагающее осуществление комплекса каких-либо действий, обеспечивающих достижение определенных целей.
2. Как система организационно-правовых и расчетно-финансовых документов, необходимых для осуществления каких-либо действий.

Каждый проект независимо от сложности объема работ, необходимых для его выполнения, проходит в своем развитии определенные состояния: от состояния, когда «проекта еще нет», до состояния, когда «проекта уже нет». Согласно сложившейся практике, состояния, через которые проходит проект, называют фазами. Каждая фаза разработки проекта имеет свои этапы.

Таблица 1.1.

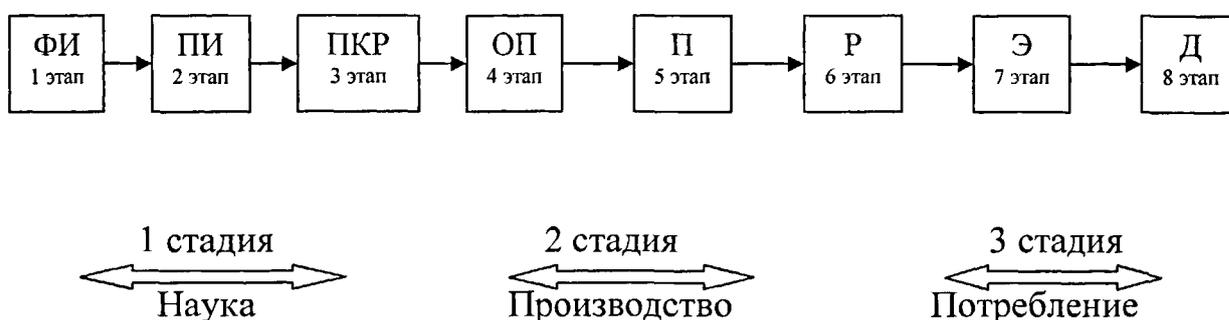
### Содержание фаз жизненного цикла инновационного проекта

Преинвестиционная фаза Проекта		Инвестиционная фаза проекта		
1 этап	2 этап	3 этап	4 этап	5 этап
Преинвестиционные исследования и планирование проекта	Разработка документации и подготовка к реализации	Проведение торгов и заключение контрактов	Реализация проекта	Завершение проекта
1.Изучение прогнозов	1.Разработка плана проектно-исследовательских работ	1.Заключение контрактов	1.Разработка плана реализации проекта	1.Пусконаладочные работы
2.Анализ условий для воплощения первоначального замысла, разработка концепции проекта	2.Задание на разработку ТЭО и разработка ТЭО	2.Договор на поставку оборудования	2.Разработка графиков	2.Пуск объекта
3.Предпроектное обоснование инвестиций	3.Согласование, экспертиза и утверждение ТЭО	3.Договор на подрядные работы	3.Выполнение работ	3.Демобилизация ресурсов, анализ результатов
4.Выбор и согласование места размещения	4.Выдача задания на проектирование	4.Разработка планов	4.Мониторинг и контроль	4.Эксплуатация
5.Экологическое обоснование	5.Разработка, согласование и утверждение		5.Корректировка плана проекта	5.Ремонт и развитие производства
6.Экспертиза	6.Принятие окончательного решения об инвестировании		6.Оплата выполненных работ	6.Закрытие проекта, демонтаж оборудования

7.Предварительное инвестиционное решение				
--	--	--	--	--

[98, с.268]

Наиболее простой моделью инновационного проекта служит инновационная цепь, которая представляет собой полный научно-производственный цикл, состоящий из относительно самостоятельных этапов и стадий. (рис.1.3)



**Рис. 1.3 Инновационная цепь**

Этапы определяют последовательность прохождения пути от научного знания к реальному продукту.

Начальной стадией инновационного проекта является наука. Она обеспечивает познание объективных законов природы и превращение этого знания в научный информационный продукт, который может быть использован в производстве.

Стадия «наука» включает 3 этапа:

- Фундаментальные исследования ФИ;
- Прикладные исследования ПИ
- Проектно-конструкторские работы ПКР.

Фундаментальные и прикладные исследования, а также проектно-конструкторские работы тесно связаны между собой и взаимно стимулируют друг друга.

На 2 стадии – стадии производства осуществляется выпуск продукции (услуг) на основе использования результатов предыдущих этапов инновационного цикла. Эта стадия включает 2 этапа:

- Освоение производства продукции (ОП), которое предполагает полную информационную, техническую и организационную подготовку к промышленному производству продукции;
- Собственно производство продукции (П).

На 3 стадии (потребление) выделяют следующие 3 этапа:

- Реализация новой продукции (Р);
- Эксплуатация новой продукции потребителем (Э), с возможным включением послепродажного обслуживания различных технических устройств, приобретенных потребителями;
- Диффузия новшества (Д), т.е. оценка скорости и широты распространения нововведения как в данной отрасли, так и в других отраслях.

По мере движения от фундаментальных исследований к производству:

- получаемая информация на каждом последующем этапе становится все более конкретной;
- уникальность и неповторимость методов и приемов исследования, присущих первым этапам цикла, уменьшается, при проектировании появляются элементы типовых решений, стандарты;
- вероятность получения отрицательных результатов уменьшается;
- на каждом этапе увеличиваются затраты на получение результатов.

Осуществление венчурного проекта также можно поделить на определенные этапы, они примерно соответствуют фазам и стадиям жизненного цикла инновационного проекта. Каждый из этих этапов имеет характерные проблемы, которые требуют специфических профессиональных финансовых и технических решений.

**Этапы венчурного инвестирования с учетом рисков и способов их снижения**

Этапы венчурного инвестирования	Риски (степень и виды риска))	Способы снижения риска
1.ЭТАП разработки идеи, самого проекта («seed», «посевной»)	Очень высокая степень риска № 1,2,3,4,5	1.Диверсификация 2.Совместное финансирование 3.Страхование
2.ЭТАП стартовый («start-up»)	Высокий совокупный финансовый риск № 1,3,4,5,6,9	1.Совместное финансирование 2.Страхование 3.Резервирование 4.Диверсификация
3.ЭТАП ранней экспансии («early stage»)	Снижение финансового риска № 1,2,3,4,6,7	1.Страхование 2.Распределение (диссипация) риска 3.Хеджирование
4.ЭТАП быстрой экспансии, роста («expansion»)	Низкая степень или полное отсутствие риска № 2,7,8	1.Распределение (диссипация) риска 2.Хеджирование
5.ЭТАП практический («mezzanin»)	Практическое отсутствие риска № 8	1.Страхование 2.Хеджирование
6.ЭТАП ликвидности («jiguidity stage»)	Риск минимален или полное отсутствие риска № 8	1.Страхование 2.Хеджирование
<b>ПРИМЕЧАНИЕ.</b> К основным рискам, связанным с предпринимательской деятельностью венчурной компании как составной части общего риска инновационного проекта относятся:		
№ 1	Риск не реализации новых продуктов и технологий венчурной компании вследствие недостаточности материально-технической и сырьевой базы; недополучение исходного сырья; материалов и комплектующих из-за срыва заключенных договоров о поставке; не заключения договора на поставку исходного сырья; материалов и комплектующих или невозвращения предоплаты поставщиком; (1,2,3)	
№ 2	Коммерческий риск (маркетинговый и деловой), например, маркетинговые риски, связанные с изменчивостью стоимости издержек производства; маркетинговые риски сбыта по инновационному проекту, связанные со сбытом нового продукта и неплатежеспособностью покупателя, с изменчивостью спроса на новый продукт; риски неисполнения хозяйственных договоров, связанные с изменением цен продаж на новый продукт после заключения контракта;(1,3,4)	
№ 3	Риск неверного прогнозирования ситуации и получение неправильных исходных данных;(1,2,3)	
№ 4	Риск невозврата заемных средств;(1,2,3)	
№ 5	Риск, связанный с реализацией инновационного проекта. Например, риски, связанные с венчурной компанией и подготовкой проекта; риски срыва производственных планов или венчурных проектов, реализуемых венчурной компанией; риски незавершения строительства; риски превышения затрат; риски консервации проекта и др.:(1,2)	
№ 6	Эксплуатационные риски;(2,3)	
№ 7	Риски возникновения непредвиденных затрат и снижения доходов;(2,3,4)	
№ 8	Риски усиления конкуренции;(4,5,6)	
№ 9	Риски неполучения или недостаточного уровня внешних инвестиций венчурного финансирования (1,2)	

Первые четыре этапа решают задачу приведения предприятия к так называемой «биржевой зрелости». Однако, чтобы совершить выход на фондовую биржу, необходимо соответствовать целому ряду финансовых и правовых условий. Они варьируются по странам и тесно связаны со структурой локальных рынков акций и правом на участие в прибылях. В большинстве случаев финансовые требования по защите потенциальных инвесторов в целостности рынков капитала высоки. Многие фирмы, технически соответствующие правовым требованиям и другим условиям на получение кредитов, однако имеют слишком малую долю собственного капитала для того, чтобы соответствовать требованиям выхода на фондовую биржу. Посредством привлечения венчурного капитала происходит увеличение доли собственного капитала. В фазе дезинвестирования венчурная фирма стремится продать свою портфельную долю имущества предприятия и получить доход на капитал своих инвестиций. Это может произойти в форме продажи на фондовой бирже третьему лицу или договора о выкупе с самими предпринимателями.

Некоторые специалисты обоснованно утверждают, что выдающаяся роль компаний венчурного капитала в финансировании проявляется на seed- и start-up этапах инвестиций. На данных этапах поддержка венчурным капиталом сочетается с интенсивным консультированием менеджмента новой фирмы, принимающей венчурный капитал. После того, как новая продукция успешно продвинута на рынок, венчурный капиталист поддерживает фирму в поисках других внешних источников капитала.

Наибольшая потребность в капитале и консультировании у молодых инновационных и ориентированных на новые технологии фирм отмечается на первом этапе, называемой еще seed-phase, жизненного цикла предприятия. Здесь разрабатываются прототипы продукции и планируется их превращение в ходовой рыночный товар. Так как при этом речь идет о новой фирме с новой продукцией на молодых рынках, риск для фирм венчурного капитала соответственно высок. Однако именно финансовая поддержка инновационных фирм на seed-этапе имеет большое экономическое значение. На этом фоне

понятно, почему компании венчурного капитала в Европе инвестируют менее 1% находящегося в их распоряжении капитала в seed-capital (в Германии – 2%) и тем самым почти полностью избегают финансирования основ существования фирм.

Финансирование ранних этапов – это предоставление первоначального капитала предпринимателю, бизнес которого находится на уровне идеи. Поэтому привлеченные денежные средства используются для разработки продукта и проведения первичного маркетинга. Когда механизм запущен – ведется исследование рынка, идет разработка продукта, создана ключевая управленческая команда, можно осуществить следующий раунд финансирования, необходимого для найма квалифицированных менеджеров, покупки дополнительного оборудования и начала серьезной маркетинговой компании. Финансирование, предоставляемое на ранних этапах развития компании, дает возможность последней начать серийное производство продукта и выйти с ним на рынок.

Когда на старт-ап этапе задумываются о привлечении внешних инвестиций, всегда встает вопрос о подготовке бизнес-плана. Многие считают, что бизнес-план на этой стадии инновационного процесса, является не менее значимым, чем на других стадиях. Этот документ необходим, не столько для подтверждения (окупаемости) расчетов сколько для того, чтобы понять, как глубоко изучен рынок, на котором собирается действовать фирма, и будет ли ее продукт или услуга востребованы целевой аудиторией, которая будет приносить деньги.

Компании стадии start-up, особенно остро нуждающиеся в инвестициях, и являются основным объектом венчурного финансирования.

Для «посевной» стадии уровень риска столь высок, что будущая прибыль лишь с трудом поддается прогнозированию. Из-за этого даже венчурные инвесторы финансируют предприятия стадии «seed» («посевной») весьма осторожно. Коммерческий потенциал роста капитализации «посевных» проектов повлек за собой развитие особого, бизнес-ангельского сектора,

которое наряду со «знакомыми инвесторами» и грантовым финансированием является основным двигателем роста предприятий на стадии «seed».

Как и любой проект, венчурный также объективно стремится к самовозрастанию. Но, учитывая его особенности, можно сделать вывод, что осуществляет он это не просто через производство товаров и услуг, а через: а) инновационное производство; б) объединение некоторых стадий исследования и производства; в) интеграцию труда разнообразной квалификации; г) объединение различных факторов производства в инновационной хозяйственной деятельности. С одной стороны, на начальных стадиях он как бы выполняет роль внешнего фактора развития, а с другой стороны – в последующих стадиях подготовки и осуществления производства и сбыта он выполняет роль внутреннего фактора функционирования процессов инновационного воспроизводства.

Изменение роли венчурного капитала в ходе перехода его от одной стадии к другой в жизненном цикле проекта происходит при одновременной смене его форм, смене его носителей: деньги, комплексные инвестиции, факторы производства, товарная форма и снова деньги, когда он прекращает свой цикл. Анализ практики подтверждает, что различным формам данного капитала соответствуют и различные функции, хотя есть и так называемые сквозные, которые венчурный капитал выполняет во всех или в большинстве своих форм.

Природа венчурного инвестирования такова, что он может привлечь только определенный тип инвестора. Проблемы неликвидности и очевидный высокий риск означает, что инвесторы должны обладать крупными активами и быть настроены на долгие сроки. По мере того как глобализация открывает все новые возможности для инвестиций, конкуренция среди венчурных фондов обостряется. Поэтому, прежде чем создавать фонд, следует основательно изучить инвестиционные рынки, чтобы определить и понять потребности потенциальных инвесторов на всех стадиях развития инновационной компании.

В венчурном секторе и секторе private equity (прямых инвестиций) инвесторы предпочитают объединяться в фонды для диверсификации рисков. Фонды позволяют вкладывать средства нескольких инвесторов во многие компании сразу. Управление в фондах прямых и венчурных инвестиций осуществляют профессиональные управляющие компании, подконтрольные инвесторам.

Для России характерно очень небольшое количество венчурных фондов, и поэтому многие инвестиции в инновационные проекты стадии стартап осуществляются как бизнес-ангелами, так и крупными фондами поздних стадий. Кроме того, западные менеджеры, учитывающие страновые риски, были склонны считать венчурными проектами зрелые и благополучные по российским меркам компании, что приводило к смешению венчурного и прямого частного инвестирования. В силу этого степень взаимопроникновения различных звеньев в финансировании российских инновационных проектов особенно высока.

Финансирование начальной стадии рассчитано на оказание помощи небольшим предприятиям, обладающим значительным потенциалом роста. Как правило, для развития производства они не могут воспользоваться банковским кредитом, поскольку еще не способны гарантировать его возврат. Учитывая относительно высокую степень предсказуемости результатов финансирования, риск капиталовложений в этом случае несколько меньше, чем при стартовом финансировании, но все еще значителен. Часто таким образом финансируются фирмы, существующие менее 3-х лет и еще не получающие прибыль.[152, с76-80]

Отсюда можно сделать вывод, что именно компании ранних стадий (seed, start-up, early expansion) развития особенно остро нуждаются в инвестициях, и являются основным объектом венчурного инвестирования.

Развитие венчурного инвестирования с самого начала шло по пути выработки организационных форм и механизмов снижения риска отдельных инвесторов. Инновационные (венчурные) проекты реализуются в условиях

неопределенности протекания реальных социально-экономических процессов, многообразия способов, вариантов перехода возможностей в действительность и возможных ситуаций реализации проектов и осуществляются в том случае, если эффективности деятельности превышает возможный риск процесса инновационной деятельности, или инновационный риск. Инновационный проект по определению относится к будущему, которое аналитик – инвестиционный менеджер не может прогнозировать с уверенностью, поэтому любой вид анализа и оценки инновационной деятельности должен проводиться с учетом инновационного риска и неопределенности.

Риск инновационной деятельности в связи с тем, что каждый инновационный проект сопряжен с определенным (как правило, повышенным) риском, в отличие от безрисковых инвестиций, например государственных краткосрочных облигаций, всегда больше нуля и существует объективно. Инновационный риск наиболее существенный фактор в оценке венчурного проекта, так как другие факторы (доход по облигациям, превышение прибыли, превышение налогов) могут быть приняты как заданные условно-постоянные параметры.

По сути инновационный риск – экономическая категория, зависящая от экономической, политической, социальной, криминальной ситуации и являющаяся измеримой величиной, количественной мерой которой может служить вероятность неблагоприятного исхода при вложении средств в производство новых товаров и услуг, в разработку новой техники и технологии, которые, возможно не найдут ожидаемого спроса на рынке, а также при вложении средств в разработку управленческих инноваций, которые не принесут ожидаемого эффекта.

Соответственно, инновационный риск – это измеримая вероятность (угроза) потери, по крайней мере, части своих ресурсов, недополучения либо потери запланированных доходов от инновационного (венчурного) проекта, стоимости портфеля финансовых активов или появления дополнительных расходов и/или обратное – возможность получения значительной выгоды по

сравнению с запланированным в результате осуществления инновационной деятельности в условиях неопределенности.

Инновационный риск венчурной компании, реализующей венчурный проект, является в принципе управляемым. При этом «внутренние» (управляемые) факторы общего инновационного риска подразделяются на факторы риска основной и вспомогательной деятельности участников.

Первые – это производственные факторы риска нарушения персоналом технологической дисциплины, аварии, нарушения поставок сырья и комплектующих, экономические преступления.

К факторам риска вспомогательной деятельности относятся: перебои энергосбережения, непредвиденные превышения по сравнению с плановым сроком ремонта оборудования, аварии вентиляционных устройств и систем жизнеобеспечения, нарушения смежниками своих договорных обязательств и т.п.

Исследуя место инновационного риска в классификации рисков, некоторые аналитики предлагают следующие их разграничения. Все риски классифицируются ими по масштабу своего проявления и влияния на экономические системы. Затем выделяется уровень и приоритетность рисков. В их числе называю страховые, общеэкономические, фискально-монетарные, социально-политические риски. Выделяют также риски, имеющие отраслевую природу – промышленный, аграрный и риски сферы обслуживания.

К основным рискам, связанным с предпринимательской деятельностью венчурной компании как составной части общего риска инновационного проекта относятся:

- Риск не реализации новых продуктов и технологий венчурной компании вследствие недостаточности материально-технической и сырьевой базы; недополучение исходного сырья; материалов и комплектующих из-за срыва заключенных договоров о поставке; не заключения договора на поставку исходного сырья; материалов и комплектующих или невозвращения предоплаты поставщиком;

- Коммерческий риск (маркетинговый и деловой), например, маркетинговые риски, связанные с изменчивостью стоимости издержек производства; маркетинговые риски сбыта по инновационному проекту, связанные со сбытом нового продукта и неплатежеспособностью покупателя, с изменчивостью спроса на новый продукт; риски неисполнения хозяйственных договоров, связанные с изменением цен продаж на новый продукт после заключения контракта;
- Риск неверного прогнозирования ситуации и получение неправильных исходных данных;
- Риск невозврата заемных средств;
- Риск, связанный с реализацией инновационного проекта. Например, риски, связанные с венчурной компанией и подготовкой проекта; риски срыва производственных планов или венчурных проектов, реализуемых венчурной компанией; риски не завершения строительства; риски превышения затрат; риски консервации проекта и др.;
- Эксплуатационные риски;
- Риски возникновения непредвиденных затрат и снижения доходов;
- Риски усиления конкуренции;
- Риски неполучения или недостаточного уровня внешних инвестиций (венчурного финансирования). [20, с.178-190]

Очень часто у компании возникают риски, связанные с выбором источника финансирования, его форм. Простейшая организационная форма допускает прямое инвестирование предпринимательского проекта. Такая форма связана с наибольшим финансовым риском, однако обещает инвестору при успешном завершении проекта и самые высокие прибыли. В случае научно-технических проектов она используется на практике, главным образом крупными инвесторами, да и то на более поздних и менее рискованных стадиях инновационного цикла.

Как показывают исследования, в процессе выработки инвестиционных решений фактор риска обычно перевешивает фактор потенциальной выгоды. Поэтому инвесторы рискованного капитала предпочитают диверсифицировать свои усилия, разделяя финансовый риск и получаемую в конечном счете прибыль.

Подобная диверсификация может осуществляться в нескольких основных формах. Во-первых, опытный инвестор не доверит все средства одному предпринимателю, а распределит их между небольшим числом разных проектов. Благодаря этому заранее допускаемый неудачный исход одного или нескольких капиталовложений будет скомпенсирован за счет других, более успешных инвестиций. Практика показывает, что, несмотря на самый тщательный отбор, из каждых 10 начатых проектов примерно 4-5 заканчиваются полной неудачей, 3-4 приводят к появлению жизнеспособных, но не приносящих заметной прибыли фирм, и только 1-2 проекта дают действительно блестящие результаты, ради которых, собственно говоря, и существует венчурный бизнес. [98, с.27]

По другим опубликованным данным, статистика может быть еще хуже: из 3000 предпринимательских идей до их представления инвесторам доходит около 300, до уровня небольших проектов – 125, до ранних стадий разработки – 9, а коммерческим успехом завершается лишь 1 проект.

Во-вторых, инвесторы рискованного капитала могут пойти на совместное финансирование каких-то крупных и перспективных предпринимательских проектов. Помимо уменьшения суммы, которой рискует каждый отдельный инвестор, это создает общую заинтересованность в успешном завершении проекта и обеспечивает в ряде случаев эффект синергии от объединения специальных знаний, деловых связей и управленческого опыта.

В-третьих, может быть создан совместный венчурный фонд, от имени которого будут осуществляться рискованные инвестиции. Такие фонды, получившие весьма широкое распространение, имеют статус финансового партнерства с ограниченной ответственностью. Их участники получают

прибыль и несут убытки пропорционально вложенным средствам. В США насчитывалось в разное время до 600 подобных фондов. На их долю приходится, по опубликованным оценкам, более 75% американского рискованного капитала.

Участие в проектах в условиях повышенного риска предъявляет особые требования к управлению инвестициями. В связи с этим развитие венчурного бизнеса с самого начала было связано с формированием института профессиональных управляющих, получающих специальное вознаграждение по результатам своей деятельности.

Широкое распространение получили специализированные управляющие венчурные фирмы, которые берут на себя управление одним или несколькими фондами рискованного капитала. Часто такие фирмы, уже зарекомендовавшие себя в глазах инвесторов как умелые и надежные партнеры, выступают инициаторами формирования новых фондов. Услуги по управлению ежегодно оплачиваются в размере 2-3% общего объема фонда рискованного капитала в течение 7-12 лет, на которые рассчитано существование фонда.

После реализации программы рискованного капиталовложения и продажи ценных бумаг новых предпринимательских фирм полученный венчурным фондом доход делится между его участниками в соответствии с первоначальным взносом. Исключением является управляющая венчурным фондом фирма, доля которой может достигать до 20-30% прибыли, даже если ее первоначальный финансовый взнос составлял только 1% суммарного объема средств, аккумулированных в фонде. [74, с.381-385]

Одна из наиболее интересных особенностей венчурного механизма заключается в поэтапном осуществлении рискованного предпринимательского проекта. Сложившееся разделение по этапам вызвано как стремлением снизить финансовый риск инвесторов в случае отклонения от намеченного плана реализации проекта, так и необходимостью привлечения дополнительных средств по мере успешного продвижения вперед к поставленной цели.

Первым для большинства новых проектов является достартовый этап – seed или «посевной» этап. В этот момент предпринимателю требуется финансовая поддержка для проведения работ по теоретическому и практическому обоснованию коммерческой значимости своей идеи. Данный этап может длиться от нескольких месяцев до одного года. Это наиболее рискованные инвестиции, поскольку достоверная информация, позволяющая определить жизнеспособность предполагаемого объекта, практически отсутствует. «Посевной» этап может отбросить до 70% новых идей, но в то же время принятые идеи приносят инвесторам, вошедшим в дело, наиболее высокую прибыль.

Если работа идет успешно, наступает стартовый этап (start up), на котором практически завершается работа по организации новых фирм и подбору ее основных сотрудников, близятся к окончанию разработка и испытание прототипа нового продукта, технологии или вида услуг, а также проводится изучение потребностей рынка. Стартовый этап занимает от полугода до нескольких лет и обычно обходится инвесторами в несколько миллионов долларов. Из-за высокой степени риска часто практикуются совместные капиталовложения нескольких инвесторов венчурного капитала.

Этап начального расширения (early expansion или first-stage financing) связан с переходом инновационной формы к практической деятельности по выпуску нового вида продукции или коммерческого освоения нового вида услуг. В это время фирма нуждается в рекламе, укреплении своей репутации у потребителей, преодолении конкуренции, создании сети сбыта товарной продукции, организации и совершенствовании управления производством. Прибыли от реализации еще не обеспечивают на этом этапе необходимых финансовых ресурсов для дальнейшего роста, уплаты текущих расходов и создания оборотных средств. В то же время имеющиеся активы фирмы не служат надежной гарантией для получения кредитов от коммерческих банков. Таким образом, предприниматели снова вынуждены прибегать к услугам инвесторов рискованного капитала. Этап начального расширения может занять

несколько лет и требует для обеспечения нормальной деятельности новой фирмы несколько миллионов долларов. Поэтому здесь принимают участие несколько венчурных фондов.

Если этап начального расширения завершается успешно, за ним следует этап быстрого расширения (*expansion* или *rapid growth*), на котором новой фирме необходимы значительные средства для увеличения производственных мощностей, оборотного капитала, улучшения системы сбыта, а также для совершенствования выпускаемой продукции.

После того как новая фирма достигла стадии быстрого расширения и стала приносить прибыль, вероятность ее банкротства существенно уменьшается. Теперь она может воспользоваться заемными средствами из традиционных финансовых источников. Привлечение новых инвесторов рискованного капитала, как правило, прекращается. Готовится первичное публичное размещение (IPO) акций новой фирмы. Подготовительный этап (*mezzanine*) может занять несколько месяцев и потребовать от инвесторов фирмы дополнительных расходов.

Конечной целью инвесторов венчурного капитала является выход из проекта и получение дохода путем продажи полученных в обмен на инвестиции акций предпринимательской фирмы на фондовом рынке или какой-нибудь заинтересованной крупной компании по достижении этапа ликвидности (*liquidity stage* или *exit*).

Основная часть рискованных капиталовложений обычно приходится на более поздние этапы венчурного финансирования. Эти капиталовложения связаны с наименьшим риском, хотя и приносят, как правило, мене высокую норму прибыли в случае успешной реализации проектов.

Продолжительность полного цикла рискованных капиталовложений в одну фирму варьирует в очень широких пределах. Известны примеры, когда с момента зарождения фирмы до ее регистрации на бирже проходило менее 3 лет. Однако в большинстве случаев этот срок занимает 5-10 лет. Таким образом, неременным условием рискованных капиталовложений является

инвестирование на достаточно продолжительный срок без всяких гарантий на возврат вложенных средств и тем более получение солидного дохода.

Несмотря на специфику рисков, в большинстве секторов экономики используются во многом сходные методы и механизмы снижения рисков, поэтому многообразие способ обеспечения экономической безопасности инновационной деятельности в рамках реализации концепции приемлемого инновационного риска путем снижения до допустимого и управления уровнем инновационного риска можно объединить в несколько следующих основных групп:

- Избежание (уклонение от риска);
- Компенсация (резервирование) риска;
- Страхование;
- Хеджирование;
- Локализация риска;
- Распределение (диссипация) риска.

На практике избежание (уклонение от риска) чаще всего реализуется в форме отказа от связанного с риском венчурного проекта и предпочтения в пользу менее рискованных или почти безрисковых проектов или минимизация (консервативном управлении активами и пассивами).

Компенсация (резервирование) риска – наиболее сложный и тонкий инструмент обеспечения безопасности инновационной деятельности. Возможные пути его реализации основаны на создании системы материальных или информационных резервов их резервирования и планировании действий участников хозяйственной деятельности на случай тех или иных изменений условий его реализации. Венчурный проект считается эффективным и устойчивым, если во всех предлагаемых ситуациях неблагоприятные последствия, вызванные изменениями тех или иных условий реализации венчурного проекта, могут быть устранены за счет созданных запасов и резервов или возмещены страховыми компаниями.

Экономическая сущность страхования заключается в создании резервного (страхового) фонда, отчисления в который для отдельного страхователя устанавливаются на уровне, значительно меньшем сумм ожидаемого убытка и, как следствие, страхового возмещения. Таким образом, страхование есть, по существу, передача определенных рисков от страхователя к страховщику (страховой компании). Для страхования подходят массовые виды риска, которым подвержены многие субъекты экономической (предпринимательской) деятельности или индивиды, проявление которых не сильно коррелированы между собой и известны с высокой степенью точности.

Страхование или полное резервирование как таковые не ставят своей целью уменьшение вероятности проявления рисков, а нацелены преимущественно на возмещение материального ущерба от проявления рисков. Таким образом, страхование основано на детерминистском подходе к возможным рискам, которые рассматриваются *ex post* – как данность, которой очень сложно, если вообще возможно, управлять.

Хеджирование предназначено для снижения возможных потерь вложений вследствие рыночного риска и, реже, кредитного риска. Это форма страхования от возможных потерь путем заключения уравновешивающей сделки и, как следствие, переноса риска изменения цены с одного лица на другое. Как и в случае страхования, хеджирование требует отвлечения дополнительных ресурсов. Совершенное хеджирование предполагает полное исключение возможности получения какой-либо прибыли или убытка по данной позиции за счет открытия противоположной или компенсирующей позиции. Подобная «двойная гарантия» как от прибылей, так и от убытков отличает совершенное хеджирование от классического страхования.

Распределение (диссипацию) риска можно применять как во времени, так и в «пространстве». Распределение риска во времени можно использовать, если проект позволяет выделять последовательные и достаточно четко разграничиваемые этапы. Распределение рисков в «пространстве» достигается:

- Диверсификацией деятельности;

- Распределение риска между участниками инновационного процесса;
- Дроблением рынка сбыта;
- Дроблением рынка поставщиков.

Один из способов снижения инновационного риска – диверсификация инновационной предпринимательской деятельности, заключающаяся в распределении усилий и капиталовложений между разнообразными венчурными проектами, непосредственно не связанными друг с другом. Риск инновационной деятельности тем выше, чем более локализован венчурный проект. Если же таких проектов много и они в отраслевом плане рассредоточены, благодаря эффекту диверсификации инвестиций риск минимизируется и вероятность успеха инновационного предпринимательства возрастает. В таком случае, если в результате непредвиденных событий какие-либо проекты будут убыточными, другие проекты могут оказаться успешными и будут приносить прибыль. При этом прибыль от реализации успешных инновационных проектов настолько велика, что перекрывает затраты по всем остальным неудавшимся разработкам инновационного характера. Однако этот способ управления рисками может иметь успех только в случае, если венчурный инвестор имеет возможность выбора портфеля инвестиционных вложений и его риски при этом будут распределены по нескольким объектам инвестирования.

Управление инновационными рисками, кроме всего прочего, включает ряд этапов:

- Анализ неопределенности;
- Идентификация и классификация рисков, создание реестра потенциально возможных нежелательных вариантов итогов;
- Анализ развития событий и количественная оценка рисков, выбор показателей и математической модели общего инновационного риска венчурного капитала (проекта);
- Выработка стратегии управления инновационными рисками;

- Мониторинг инновационного процесса, венчурного цикла и принятие решений по управлению рисками, по предупреждению и ликвидации (по возможности) негативного воздействия рисков.

Таким образом, управление инновационными рисками венчурного капитала можно охарактеризовать как совокупность аналитических, организационно-экономических, финансовых мероприятий, направленных на своевременное выявление, оценку, предупреждение и контроль событий часто случайного и непредсказуемого свойства в ходе формирования венчурного капитала и его использования в инновационном предпринимательстве, включая стадию «выхода», способных вызвать перерыв и отклонения в запланированном функционировании венчурного инвестирования и инновационного предпринимательства.

Повышенные риски, связанные с венчурным инвестированием, компенсируются повышенными эффектами, эффективностью деятельности. Поэтому, осуществляя управление рисками, обеспечивая их снижение, сохранение или передачу, целесообразно параллельно принимать меры по управлению шансами, позволяющими существенно повысить прибыльность, доходность венчурных инвестиций, привлекательность участия в венчурной деятельности.

Осуществление практически всей совокупности методов управления инновационными рисками в несколько раз облегчается в рамках национальной венчурной системы, так как ее структура, институциональная среда могут создать наиболее благоприятные условия для их использования.

## **Глава II. Становление и развитие механизма венчурного инвестирования инновационной деятельности**

### **2.1. Инфраструктура венчурного инвестирования инновационной деятельности**

В России системный подход к организации венчурного инвестирования впервые был поставлен в разработанных Миннауки России «Основных направлениях развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 годы» и одобренных правительственной комиссией по научно-технической политике.

Чтобы сформировать жизнеспособную систему венчурного инвестирования, следует, необходимо:

Во-первых, создать наиболее благоприятные условия для бесперебойного протекания таких процессов, как венчурное инвестирование, инновационное предпринимательство, инвестиционное проектирование и т.д.

Во-вторых, сформировать ряд обязательных свойств, по которым можно будет судить, создана система или нет. В числе этих свойств самоорганизация, целостность, способность к автономному функционированию и возможность выстраивать взаимовыгодную связь с экономикой в целом, информационность, способность к эволюционному развитию в достижении основных задач.

В-третьих, структурировать систему начинать с выявления совокупности замкнутых по принципу специфики выполняемых функций элементов.

В-четвертых, сформировать систему путем объединения функциональных элементов через выявление и оформление их зависимости друг от друга.

Динамика развития малых предприятий в Российской Федерации показывает, что после активного роста в 1990-1994 гг. и за последние пятнадцать лет количество малых предприятий практически не изменилось (отклонения составляют не более 3-5%). На их долю приходится 2% основных

фондов, 2.8% инвестиций, 6.7% выпуска товаров и рыночных услуг. Практически не улучшается отраслевая структура малого бизнеса. В торговле и общественном питании сосредоточено 47.9% малых предприятий, в строительстве – 12.8, в сфере науки и научного обслуживания – лишь 2.6%. В промышленности их 13.7%. Сохраняется крайняя неравномерность распределения малых предприятий по регионам России. [77, с.149-150]

Сложившаяся отраслевая структура малого бизнеса свидетельствует о его чрезвычайно низкой активности в инновационной деятельности. Отличительной особенностью малого российского предпринимательства продолжает оставаться высокая доля теневого сектора – от 30 до 50% реального оборота субъектов малого предпринимательства.

В концепции долгосрочного развития Российской Федерации, разработанной Министерством экономического развития и утвержденной Правительством РФ, заложен инновационный сценарий развития экономики, согласно, которому объем производства продукции к 2020г. должен составлять не менее 25 % от ВВП страны, при том, что в 2007г. данный показатель был на уровне 5.5%. При этом, удельный вес экспорта российских высокотехнологичных товаров в общем мировом объеме экспорта высокотехнологичных товаров должен составить к 2020г. 2.0% против прогнозируемого уровня 0.42% в 2009г. [67, с.54-60]

Для того, чтобы реализация продуктов инновационной деятельности нашла своих потребителей и привела к созданию соответствующей бизнес-ниши, необходимы финансовые вложения, при этом следует учитывать всевозможные риски. Финансирование должно применяться в областях стратегически важных для страны и общества. Здесь стоит учитывать тот факт, что присутствие частного капитала недостаточно, для этого правительства государств (в том числе и России) создают различные механизмы финансирования ранних стадий развития инноваций, так как в силу высоких рисков частный капитал более склонен финансировать более поздние стадии развития инновационных продуктов.

Объектами прямой финансовой поддержки в большинстве случаев являются группы разработчиков и малые инновационные компании. Для чего необходимо поддерживать малые инновационные компании:

- Во-первых, это позволяет создать новые рабочие места (малый и средний бизнес);
- Во-вторых, создание нового инновационного продукта (процесс разработки, пробные партии, выход на рынок) более эффективно проходит в малом бизнесе.

Говоря о малых компаниях, государство активно участвует в финансировании НИР, «посевной» стадии, и стимулирует развитие венчурных фондов, как механизмов финансирования ранних стадий развития инновационных компаний.

Возвращаясь к Концепции долгосрочного развития до 2020г., подготовленной Минэкономразвития России, доля инновационной продукции в ВВП должна вырасти к 2020г. в 5-6 раз (с 5.5 до 25-35%). Средний темп роста ВВП должен составить 6.5% ежегодно. Экстраполируя макроэкономические параметры на 5 лет вперед до 2025г. с учетом трендов за период 2008-2020гг. можно определить потребность инновационного сектора в денежных ресурсах в 2009-2020гг. [93, с.34-45]

Формирование и эффективное функционирование национальной инновационной системы предполагает создание адекватной инновационной инфраструктуры.

Технический компонент этой экосистемы включает техно-парки, бизнес - инкубаторы, бизнес - центры, инновационные технологические центры, венчурные фонды, т.е. такие структурные образования, которые создают благоприятные условия для развития инновационных предприятий.

К настоящему времени необходимая в количественном отношении инфраструктура инновационной системы по таким ее элементам, как бизнес - инкубаторы, технопарки, инновационно - технологические центры (ИТЦ),

центры трансфера технологий (ЦТТ), коучинг-центры, уже в основном сформированы.

Так, например главной задачей ЦТТ является коммерциализация разработок, создаваемых в научных организациях и вузах преимущественно в рамках приоритетных направлений развития науки, технологий и техники Российской Федерации. При этом их финансирование осуществляется, как правило, на долевого основе.

Потенциал части действующих в настоящее время форм инновационной инфраструктуры в значительной степени исчерпан. В частности, для центров трансфера технологий и инновационно-технологических центров, создаваемых на базе вузов и государственных научных организаций, уже не хватает рынка: остающийся на низком уровне спрос на их услуги со стороны предпринимательского сектора требует пересмотра системы мер государственной поддержки таких организаций, включая, соответственно, и объемы их бюджетного финансирования.

Существенный потенциал развития механизмов государственно- частного партнерства (ГЧП) заложен в такой форме инновационной инфраструктуры, как наукограды. Ставившаяся ранее в программах развития наукоградов цель достижения бездотационного развития в настоящее время рассматривается лишь как задача первого периода развития наукоградов.

Поддержка государством наукоградов как инвестиционно - привлекательных территорий – принципиально новая форма государственного участия в ГЧП, выражающаяся в создании благоприятных условий для привлечения частных инвестиций и развития инновационного предпринимательства.

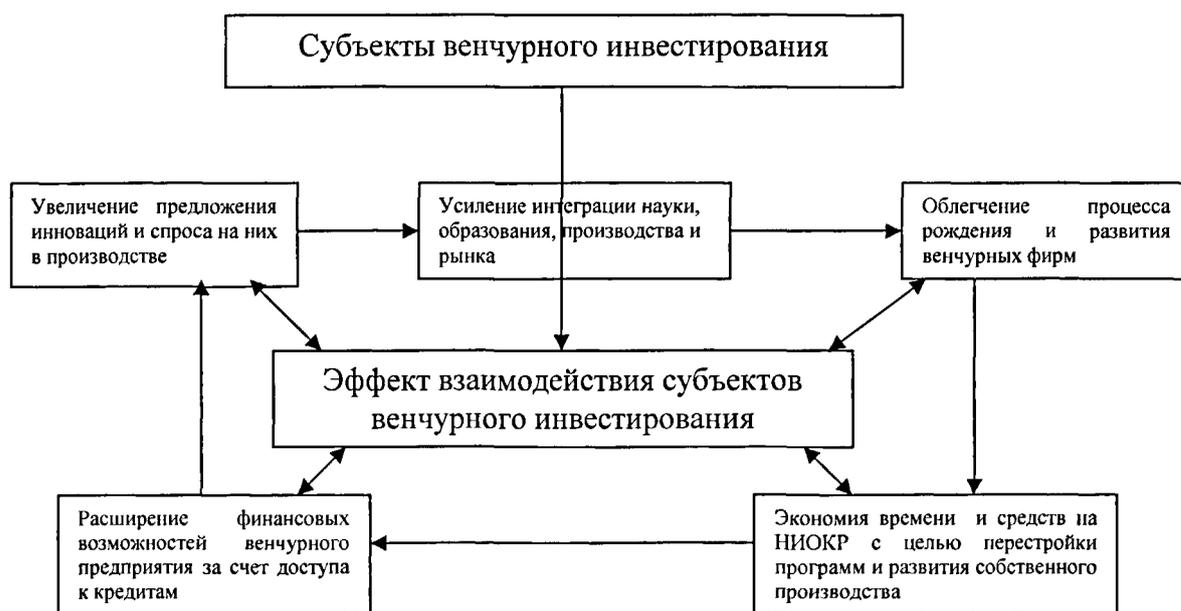
Создание технологических парков путем реформирования производственных зон является основным направлением инновационной политики России. С ее реализацией связывается решение самых важных социальных и экономических задач – улучшение качества жизни россиян и повышение конкурентоспособности отечественной продукции. Это возможно

за счет активизации инновационной деятельности и преобразования облика производственных территорий. Поиск новых форм и способов взаимодействия федерального и муниципального подходов к реализации данной политики является основной проблемой управления.

В рейтинге стран мира, ежегодно проводимом экспертами Всемирного экономического форума, национальная инновационная способность оценивается с помощью индекса конкурентоспособности роста по таким его составляющим как уровень технологий, качество государственных институтов и макроэкономической среды, создающих стимулы инновационного развития. Судя по динамике данных рейтингов с 2000 по 2007 гг., по уровню конкурентоспособности Россия опустилась с 54-го на 75-ое место. И это при том, что ее интеллектуальный потенциал, по оценкам США составляет 17% всех ученых мира. [135, с.12-17] Однако используется он всего на 3.3%. Сдерживают динамику инновационного процесса неблагоприятный инвестиционный климат, слабая трудовая мотивация ученых и высококвалифицированных специалистов (среднемесячная заработная плата ученых в США составляет 8 тыс. евро, в Австралии – 5 тыс. евро, в России – 1-1.5 тыс. евро), неэффективного государственного регулирования инновационной деятельности. [132, с.35-41]

Особое место в системе венчурного инвестирования занимают инновационно-ориентированные корпорации, это связано с рядом обстоятельств. Во-первых, крупные корпорации являются важнейшим источником инноваций, так как в них выполняется большой удельный вес национальных НИОКР. Например, удельный вес научных исследований, выполняемых 100 крупнейшими компаниями, в общем объеме промышленных НИР в США составляет 82%, в Англии – 69.5%, во Франции – 81.9%. Во-вторых, крупные промышленные корпорации занимают значительный удельный вес в пополнении венчурного капитала, в формировании венчурных фондов.

На наш взгляд важным направлением формирования системы венчурного инвестирования в России является развитие взаимодействия и интеграции крупных, малых предпринимательских структур и высшего специального образования. Эта целостная триада позволяет: а) увеличить предложение инноваций на качественно новой научной основе и спрос на них; б) усилить интеграцию науки, образования, производства и рынка; в) существенно облегчить процесс рождения и развития венчурных фирм, повышая их экономическую устойчивость; г) расширить финансовые возможности венчурных инновационных предприятий за счет доступа к банковским кредитам; д) экономить время и средства крупных корпораций на НИОКР и на перестройку технологических производственных программ, на развитие диверсификации собственного производства. Результаты взаимодействия основных субъектов венчурного инвестирования представлены автором на рисунке 2.4.



**Рис. 2.4. Взаимодействие субъектов венчурного инвестирования**

Важным условием развития малого предпринимательства в России является необходимость придания ему устойчивой конкурентоспособности на

рынке. В современной ситуации в ее решении открылись новые горизонты на путях формирования малого инновационного бизнеса.

Создание технологических парков путем реформирования производственных зон является основным направлением инновационной политики России. С ее реализацией связывается решение самых важных социальных и экономических задач – улучшение качества жизни россиян и повышение конкурентоспособности отечественной продукции.

С институциональной точки зрения технопарк можно рассматривать как единый социально-экономический механизм, функционирующий на основе согласованных интересов разных социальных групп (населения, администраций разных уровней, вуза, предпринимателей, инвесторов, общественных организаций, потребителей продукции) и объединяющий разные проекты (мультипроект). Подобный механизм, но больший по масштабам представляет собой и регион, в котором сосредоточен технопарк, являющийся одним из объектов региональных проектов.

В организационно-правовом аспекте это самостоятельный хозяйствующий субъект, созданный в сфере науки и научного обслуживания на базе НИИ или вузов. В структуре его могут находиться информационно-технологический, учебный, консультационный, информационный, маркетинговый центры, объекты инженерной инфраструктуры, важнейшие узлы транспортных коммуникаций, а также малые и средние промышленные предприятия.

Технопарк как объект регулирования обладает особенностями. Во-первых, он не является самостоятельным объектом государственного управления. Во-вторых, это нестабильное образование, которое не имеет постоянных законодательно установленных границ и юридического статуса. Сокращение или расширение занимаемой территории, изменение состава расположенных на ней предприятий, миграция их в пригороды, изменение отраслевой структуры технопарка – постоянные процессы. Данные процессы затрудняют регулирование и контроль деятельности технопарка.

Распоряжением от 10 марта 2006 г. №328-р была одобрена программа «Создание в Российской Федерации технопарков в сфере высоких технологий». Стоимость совокупного объема произведенной в результате их деятельности продукции и оказанных услуг может превысить 100 млрд. рублей. [11]

Технопарк не приносит немедленной прибыли. Отдачу от вложений обеспечивают фирмы, выращенные в нем, а период их становления обычно равен 3-4 годам. Без существенных финансовых инвестиций и организационной поддержки успешно воплотить в жизнь идею технопарка весьма сложно. Дальнейшее развитие российского малого инновационного предпринимательства невозможно без расширения сети технопарков, связанных телекоммуникациями.

На наш взгляд именно сейчас создание технопарков активно стимулирует развитие инновационных технологий в сфере малого бизнеса. Так, во Франции, Великобритании, именно технопарки становятся эффективным механизмом выхода из кризисных ситуаций, способствуют экономическому процветанию целых регионов, обеспечивают сотни тысяч новых рабочих мест. Кроме того, технопарки выступают новой формой интеграции сфер высшего образования, науки, промышленности, предпринимательства, региональных и местных органов управления, а также различных источников финансирования. [100, с.122-132]

В развитых странах накоплен значительный положительный опыт так называемого «выращивания» (инкубирования) малых инновационных предприятий (МП). Данное явление обусловлено тем, что малые предприятия весьма уязвимы в рыночной среде, особенно на первом этапе их становления. Это вызвало к жизни создание специализированных организаций, получивших название «бизнес – инкубаторов». Их задача заключается в том, чтобы в течение 1.5-3 лет организовать, обеспечить становление и устойчивое развитие с последующим выходом на самостоятельное функционирование МП, ориентированных на выпуск какой-то определенной конкурентоспособной продукции.

Можно выделить следующие особенности и принципы работы бизнес - инкубатора:

- государственные или муниципальные органы власти на первом этапе берут на себя финансовое и другое обеспечение (например, выделение земельных участков) создания бизнес – инкубатора;
- создание (инкубирование) любого МП осуществляется под конкретную идею и при непосредственном участии авторов этой идеи;
- проводится четкое и грамотное организационное программирование процесса инкубирования каждого МП с использованием современных средств и информационных технологий;
- на последнем этапе инкубирования МП его поддержка переходит на формы государственно-частного партнерства;
- предусматривается комплекс мероприятий, гарантирующих высокую конкурентоспособность и коммерческую эффективность создаваемых МП.

Опыт показывает, что бизнес – инкубаторы способны не только развивать малое предпринимательство, но и оказывают комплексное влияние на развитие локальных экономических систем и сообществ. Бизнес – инкубаторы выполняют связующую роль между малым предпринимательством и другими экономическими силами региона. Поэтому инкубирование, в принципе – самый надежный способ получения субъектов предпринимательства с необходимыми свойствами и параметрами, знающих, что и как делать в бизнесе, в рыночной среде.

Традиционно бизнес – инкубатор строится на оснащении новых или недолго работающих предпринимателей офисным оборудованием, арендными площадями и комплексом услуг (юридических, бухгалтерских, консалтинговых и т.д.) на льготной основе. Через 2-3 года в таком бизнес – инкубаторе малое предприятие должно встать на ноги и начать самостоятельно функционировать, осуществлять свою деятельность. Как показывает опыт создания бизнес – инкубаторов такого типа это достаточно затратное дело и не всегда в бюджете

региона находятся средства для его осуществления. Частные инвесторы редко вкладывают средства в организацию такого бизнес – инкубатора это значительные по размеру инвестиции с длительным сроком окупаемости и достаточно невысоким эффектом. Отбор претендентов на бизнес – инкубирование в фактически действующих бизнес – инкубаторах не всегда приводит к ожидаемому приросту активности в предпринимательской деятельности, поскольку этот отбор ведется необъективно, по формальным признакам наличия желания осуществлять предпринимательскую деятельность и идеи ее воплощения.

Выбор того или иного типа организационной структуры инкубатора в каждом конкретном случае диктуется исходными условиями региона, степенью развитости инфраструктуры поддержки предпринимательства, финансовыми возможностями по созданию проектируемого бизнес – инкубатора.

Различные виды специализации действующих бизнес - инкубаторов автором представлены в таблице 2.3.

Таблица 2.3.

#### Различные виды бизнес – инкубаторов, их направленность и содержание

Направленность	Содержание
Социальная направленность	Объединение предпринимателей, работающих над социальными проектами.
	Объединение предпринимателей, ориентированных на социальную адаптацию незащищенных слоев населения.
	Предпочтение при приеме в инкубатор отдается фирмам, сотрудники которых представляют, например, этнические меньшинства, или сельских жителей, или женщин
Без выделения направленности	Представители малого бизнеса.
	Малые предприниматели не старше года.
Инновационная направленность	Самые перспективные для региона направления, инновационные предприятия
Отраслевая направленность	Предприятия, созданные для производства нового оборудования, для очистки медицинских инструментов.

	Предприятия, ориентированные на промышленность и сельское хозяйство.
	Предприятия самого разного профиля: от автосервиса до кондитерской, развитие в регионе слабого сектора региона.
	Предприятия, готовые работать в сфере ЖКХ

В настоящее время в России внедрена федеральная программа поддержки малого бизнеса, в рамках которой созданы 120 бизнес - инкубаторов в 60 регионах РФ. За счет поддержки не только федеральных, но и региональных и муниципальных средств планируется создать более 500 бизнес – инкубаторов. Кроме того, бизнес – инкубаторы создаются и при вузах: на эти цели из федерального бюджета ежегодно направляется 200 млн. рублей. [155, с.49-52]

В странах с развитой инновационной экономикой бизнес-ангелы играют одну из ключевых задач при финансировании инновационных компаний на ранней стадии их развития. Помимо денег, бизнес-ангелы приносят в финансируемый ими проект собственный опыт и связи, что является принципиально важным на ранней стадии развития компании. В России же прослойка бизнес-ангелов практически отсутствует.

Для стимулирования появления класса бизнес-ангелов и других частных инвесторов готовых вкладывать деньги в инновационные компании на ранней стадии их развития, государство должно создать условия (это актуально на фоне кризиса) и обеспечить функционирование поддерживающей инфраструктуры.

Подобная поддержка реализуется двумя способами:

- средства частных инвесторов и государства вначале аккумулируются в фонде, затем инвестируются управляющей компанией в отдельные проекты. Частный же инвестор имеет возможность выкупить долю государства в фонде по цене вложений плюс 5-7% годовых;
- средства частного инвестора привлекаются в отдельные проекты, в которые также инвестирует агент государства, который предоставляет

инвестору возможность выкупа части доли государства по цене вложений плюс 5-7% годовых.

Первый вариант реализован при создании венчурных фондов ОАО «РВК» (Российская венчурная компания) и региональных венчурных фондов. В то же время его использование для «посевных» инвестиций во время кризиса представляется малопривлекательным, так как привлечь частных инвесторов на фоне кризиса весьма затруднительно (требует проведение дополнительных мероприятий), а также для снижения риска предпочтения будут отдаваться компаниям более поздних стадий развития.

Цель вложений бизнес-ангелов – рост стоимости проинвестированной ими компании за счет разработки и продвижения на рынок высокотехнологичных проектов. Основной доход бизнес-ангел получает на «выходе» через продажу своей доли (пакет акций) за стоимость, значительно превышающую первоначальные вложения. Несмотря на высокие риски, бизнес-ангельское инвестирование является одним из самых высокодоходных видов бизнеса, способного принести инвестору не менее 70% годовых. От бизнес-ангелов начали свой путь Intel, Yahoo, Amazon, Google, Fairchild Semiconductors и многие другие ведущие технологические бренды. Для защиты своих интересов бизнес-ангелы объединяются в сообщества.

В России существует несколько ассоциаций и сетей бизнес-ангелов: «Частный капитал» (Москва, всероссийская сеть), «Стартовые инвестиции» (Нижний Новгород), Сеть рискованного финансирования «Бизнес-Ангелы» (Томск), Национальное содружество бизнес-ангелов России (СБАР), Байкальское сообщество бизнес-ангелов (Иркутск) и .т.д.

Преимущества бизнес – ангелов заключаются в том, что они:

- заполняют пробел в финансировании, вкладывая средства именно в те области, которые не являются привлекательными для других инвесторов;
- бизнес - ангелы предпочитают финансирование на самых ранних стадиях развития компаний с высоким потенциалом роста, несмотря на высокий риск не возврата вложенных средств;

- бизнес - ангелы предоставляют небольшие суммы, необходимые для «старта» вновь созданного предприятия, заполняют пробелы в финансировании, вкладывая средства именно в те области, которые не являются привлекательными для других инвесторов;
- бизнес - ангелы инвестируют практически во все отрасли промышленности. Не зависимо от отрасли их привлекают компании с высоким потенциалом роста;
- при принятии финансовых решений бизнес - ангелы проявляют большую гибкость, чем фирмы венчурного капитала. Инвестиционные горизонты находятся дальше, процедуры выделения денежных средств значительно упрощены, ставки дохода намного ниже;
- получение ссуды у бизнес - ангелов не предусматривает таких больших выплат по процентам, как у других инвесторов;
- финансовый рынок бизнес - ангелов более широк географически по сравнению с рынком формальных инвестиционных фондов;
- большинство бизнес - ангелов имеют богатый опыт предпринимательства, которым они делятся, помогая вновь созданной компании встать на ноги. Бесплатная помощь и советы со стороны инвестора – профессионала бизнеса – бесценны для начинающего предпринимателя;
- инвестиции бизнес - ангелов играют роль рычага, поскольку вновь созданная фирма, получившая финансирование, становится более привлекательной для других инвесторов. Частные инвестиции увеличивают интерес инвестиционных фондов к таким компаниям.
- бизнес - ангелы также предоставляют начинающим компаниям кредитные поручительства в дополнении к денежным средствам, которые они вкладывают лично.

Преимущества и недостатки бизнес-ангелов также представлены на рисунке 2.5.



**Рис. 2.5 Преимущества и недостатки бизнес-ангелов**

За последние несколько лет значительно увеличилось количество бизнес - ангелов, которые осуществляют инвестиции, действуя в составе инвестиционного синдиката. Такой подход позволяет делать крупные и более частные инвестиции. Опытные инвесторы предпочитают именно такие инвестиционные группы. Эти группы, в которые иногда входит до 100 человек, организуют свою деятельность посредством форума. Доступ к такой группе может быть получен через одного или нескольких членов. Чтобы обеспечить анонимность членства, многие синдикаты (так называемые Ассоциациями бизнес - ангелов) избегают публичности. Синдикаты бизнес - ангелов предоставляют инвесторам следующие преимущества:

- возможность объединения капиталов для финансирования крупномасштабных проектов.
- большое разнообразие инвестиционных проектов.

- взаимодополнение и взаимообмен полезными контактами, а также использование инвестиционной экспертизы (отбор, предварительное изучение, тщательная проверка, мониторинг).
- возможность добавления новых инвестиций к существующему портфелю.
- возможность добавления последующих раундов к существующим инвестициям.

Таблица 2.4.

#### Примеры удачных инвестиций бизнес - ангелов.

Имя фирмы	Бизнес-ангел	Вид бизнеса	Цена покупки	Цена продажи	Прибыль (раз)
Apple Computer	Mike Mark Kula	Компьютерное оборудование	91.000 долл. (1/3 фирмы)	154 млн. долл.	1.692
Amazon.com	Thomas Aiberg	Интернет – магазин	100.000 долл.	26 млн. долл.	260
Blue Rhio	Andrew Filipowski	Замена пропановых цилиндров	500.000 долл.	24 млн. долл.	48
Lifeminders.com	Frans Kok	Internet e-mail Услуга напоминания	100.000 долл.	3 млн. долл.	30
Body Shop	Ian McGlenn	Продукты ухода за телом	4.000 евро	42 млн. евро	10.500
ML Laboratories	Kevin Leech	Лечение почечных заболеваний	50.000 евро	71 млн. евро	1.420
Matcon	Ivan Semenenko	Грузовые контейнеры	15.000 евро	2.5 млн. евро	166

Предоставление финансовых льгот – это один из способов оказать поддержку бизнес – ангельскому инвестированию. Налоги играют особенно важную роль на двух ключевых стадиях в цикле инвестирования венчурного капитала:

- До начала деятельности – на момент инвестирования капитала в компанию;
- После выхода (изъятия капитала), когда инвестор продает свою долю капитала.

Европейская сеть бизнес – ангелов (EBAN) каждый год проводит в масштабах всей Европы исследование финансовых льгот, предоставляемых частным инвесторам. Результаты данной организации используются рядом национальных и региональных правительств при разработке новых мер правового регулирования и налоговых льгот для инвесторов в компании ранних стадий.

В настоящее время только две страны предлагают предварительные налоговые льготы бизнес – ангелам – Великобритания и Франция. Верхний предел налоговой скидки, предоставляемой во Франции, составляет 20 тыс. евро – для одного человека и 40 тыс. евро – для супружеской четы, тогда как в Великобритании предел суммы инвестиций, для которой предлагается скидка, составляет 400 тыс. британских фунтов в год, а размер налоговой скидки – 20%. [80, с.22]

Главное препятствие развития бизнес-ангельского инвестирования в России – наличие наиболее привлекательных для вложений объектов: недвижимости, акций сырьевых компаний, потребительского и финансового сектора. Эти сегменты быстрее приносят доход, а процесс вложения в них значительно проще, чем финансирование инновационных компаний. Данный факт предопределяет выбор многих инвесторов, несмотря на то что венчурные и бизнес - ангельские проекты могут давать большую доходность. Следовательно, основной задачей на сегодня является организация «перелива» капитала из венчурного в бизнес-ангельский секторы.

В силу этого бизнес - ангельское инвестирование в России должны получить стимулы для ускоренного развития, хотя бы аналогичные тем, которые получил за 2005-2008 год венчурный сектор. Ключом к этому может стать государственно-частное партнерство, аналогичное тому, что существует в

Финляндии, Великобритании, США и ряде других стран. Стоит отметить, что кое-что на этом пути уже сделано, о чем речь пойдет в следующей главе.

## **2.2. Анализ механизма венчурного инвестирования инновационной деятельности**

Весьма значимую роль во всеобщем экономическом развитии играют малые инновационные предприятия, разрабатывающие новые научно-технические решения и осваивающие выпуск качественно новой продукции с применением новых технологий. Однако большинство малых инновационных предприятий не имеют необходимых средств для реализации своих разработок. Такая ситуация существенным образом ограничивает возможности ускоренного развития национальной экономики и, прежде всего, это относится к России.

В этой связи, целесообразно рассмотреть, опыт развитых стран в системе финансовой поддержки инновационной деятельности малых предприятий. Во второй половине XX столетия, в целях обеспечения конкурентных преимуществ, ведущие страны мира приступили к разработке специализированных государственных программ развития стратегических направлений НТП для создания высокотехнологичных продуктов и услуг, способствующих освоению новых высокодоходных рынков. [26, с.168-172] Пристальное внимание частного капитала привлекли возможности получения сверхвысоких прибылей при финансировании инновационных разработок, что оказалось гораздо прибыльней, чем торговать оружием, нефтью, игорный и криминальный бизнес.

Среди наиболее известных программ создания отрасли венчурных инвестиций, применяемых в различных странах мира, следует выделить:

- Компании для инвестиций в малый бизнес (Small Business Investment Corporations, SBICs; [www.sba.gov](http://www.sba.gov)) в США;
- Государственный венчурный фонд фондов «Инициатива» в Израиле;

- Сингапурский совет по экономическому развитию (Singapore Economic Development Board);
- Национальный фонд исследований и развития SITRA в Финляндии.

В таких странах, как Индия, Тайвань, Южная Корея, согласно исследованиям, применяются налоговые и административные меры для стимулирования венчурных инвестиций.

В США удалось создать отрасль венчурных инвестиций главным образом за счет огромных государственных расходов. Умеренный успех европейских стран, в частности Финляндии, связан с недостаточной мотивацией общества к ускоренному экономическому развитию. Другие страны, добившиеся успеха, имели веские причины для стимулирования инвестиций и создания новой экономики.

Государственное участие в финансировании ранних стадий развития инновационных компаний должно проявляться только в функционировании фонда поддержки малых предприятий в научно-технической сфере, который ежегодно будет предоставлять малым инновационным компаниям немногим более 1 млрд. руб. в виде грантов.

Кроме того, по оценке НП «Национального содружества бизнес-ангелов» СБАР, ежегодно около 0.5 млрд. руб. частных средств инвестируется в «посевные» стадии, т.е. ежегодный объем средств на этой стадии развития составляет около 1.5 млрд. руб. Данный факт говорит о том, что компании данной стадии недополучают средства на развитие по сравнению с более поздними стадиями развития.

В России сохраняется научно-технический потенциал для коммерциализации и в то же время отмечается крайне низкое число инновационных компаний, построенных на базе российских разработок. Это отмечают уже созданные венчурные фонды, столкнувшиеся с проблемой поиска «достойных» разработок и компаний. Поэтому, прежде чем продолжать создавать новые венчурные фонды, следует уделить больше внимания тем разработкам, которые находятся на стадии «эмбриона».

О необходимости организации дополнительных механизмов «посевного» финансирования представители отрасли говорят давно, более того, о планах по запуску «посевного» финансирования в рамках программ ОАО «РВК» говорила министр Минэкономразвития России Э.С. Набиуллина и представители самой компании.

Принятие решения о предоставлении финансирования осуществляется инвестиционным комитетом при организации, создавшей фонд. Примером создания аналогичного фонда и организации механизма «посевного» финансирования является Фонд посевных инвестиций Российской венчурной компании (ОАО «РВК»). В 2006 г. Правительство РФ приняло решение о создании государственной организации ОАО «Российская венчурная компания», основной функцией которой является капитализация частных венчурных фондов, отбираемых на конкурсной основе. На начальном этапе предполагалось, что доля государства составит 49%, а остальные средства внесут частные инвесторы. Государство на тот момент готово было вкладывать в один фонд от 0.6 до 1.5 млрд., источником средств стал Инвестиционный фонд РФ. [171]

Хотя «венчур» и специфический инструмент инвестирования, но оперирует он с традиционными источниками капитала, а именно: банковского, страхового, пенсионного, капитала крупных производственных корпораций и частных лиц. Отсюда логично вытекает главная задача, стоящая перед государством – создание таких условий, которые позволили бы привлечь традиционные источники венчурного капитала в инвестирование инновационной деятельности. Другая «инфраструктурная» задача – это создание условий укрупнения капитала, чтобы имеющийся у классических игроков капитал был достаточным для инвестирования временно свободных средств в рискованные венчурные проекты.

Финансовый компонент инфраструктуры сегодня в основном использует два механизма – бюджетное финансирование и банковское кредитование.

В России сегодня реально банки могут участвовать в венчурном инвестировании через свои дочерние предприятия, и в том числе через кэптивные фонды финансово-промышленных групп, холдингов и корпораций. Так, например, в формировании венчурного фонда корпорацией «Авиакосмическое оборудование» принимал участие банк «Таврический». Такие подразделения есть в группах МДМ-банка и «НИКОЙЛ».

Тем не менее, прецеденты участия банковских структур в кредитовании наукоемких проектов малы и в основном они касаются не освоения принципиально новых видов продукции и перспективных технологий, а производства традиционной техники – гражданских самолетов, речных и морских судов, медицинского оборудования. В таких проектах участвуют Внешэкономбанк, МДМ-банк, Московский банк реконструкции и развития и ряд других. И все же основной формой взаимодействия банков и предприятий, занятых в сфере высоких технологий, остается расчетно-кассовое обслуживание. Столь сдержанная политика кредитных организаций объясняется наличием целого ряда объективных причин, одной из которых является сама структура капитала большинства российских банков.

В значительно большей мере банки заинтересованы в сотрудничестве с теми компаниями, в которые уже инвестировали венчурные фонды, поскольку для банков это является неким свидетельством качества компании, то есть компания имеет хороший потенциал роста и она перспективный клиент.

Одним из перспективных шагов в этом направлении со стороны государства является распространение государственных гарантий на инвестиции в венчурные проекты, чтобы банки могли относить эти проекты к первой группе риска, а также частично или полностью гарантировать беззалоговые кредиты. Кроме того, необходимо участие государства в гарантировании банку инвестору части потерь от участия в венчурном фонде.

Что касается других традиционных источников формирования венчурного капитала, таких, например, как пенсионные фонды и страховые компании, то их возможности также довольно ограничены, и, прежде всего, в

силу несовершенства российского законодательства. Так, российским пенсионным фондам, в соответствии с законом разрешено инвестировать в некоторые очень ограниченные финансовые инструменты, а именно:

- Государственные ценные бумаги;
- Банковские депозиты;
- Недвижимость;
- Акции котируемых компаний.

Что касается страховых компаний, то в стране их насчитывается около полутора тысяч. Однако общий акционерный капитал всех российских страховых компаний сравним с акционерным капиталом одной уважаемой страховой компании в какой-нибудь западной стране. Структура страхового рынка весьма неоднородна, так, 15 страховых компаний собирают более половины взносов на открытом рынке страхования в России, а на тройку лидеров («РЕСО-Гарантия», «Ингосстрах», «Росгосстрах») приходится 30% всех собранных премий. В таких условиях можно предположить, что большинство мелких страховых компаний будут интегрированы в более крупные, либо обанкротятся.

С другой стороны, страховой рынок сегодня составляет около 15 млрд. долл. и находится на грани подъема. Объем страховых премий неуклонно растет. По оценкам руководства Всероссийского союза страховщиков, страховой рынок России может увеличиться в ближайшие годы в пять раз и достигнуть 74.9 млрд. долл.. Не следует забывать, что в странах с развитой рыночной экономикой, страховой бизнес по размеру сопоставим с банковским бизнесом.

Одним из важнейших факторов использования результатов науки в инновационной экономике является уровень и структура финансирования самой науки. В Российской Федерации внутренние затраты на исследования и разработки складываются следующим образом: бюджетные средства – 60%, средства организаций предпринимательского сектора – 31%, иностранные источники – 7%, прочие – 2%. В то же время, размеры и качество

государственного финансирования не соответствуют требованиям рыночной экономики. В странах ОЭСР эти пропорции складываются наоборот: 60% - средства предпринимательского сектора и 40% - государственные расходы.

Необходимость государственной финансовой поддержки инновационных процессов в экономике и ограниченность предлагаемой тематики исследований в условиях необходимости ускорения НТП, побудили частный капитал к поиску инструментов способствующих коммерциализации наиболее прогрессивных инноваций. Обладая большей подвижностью и избирательностью в сравнении с бюджетным финансированием, частный капитал создал действенные механизмы, позволяющие изыскать перспективные инновационные разработки, успешная коммерциализация которых при ограниченных, но рискованных инвестициях давала сверхвысокие прибыли и позволяла осуществлять качественный рывок в конкурентной борьбе и в создании новых рынков.

Частное инвестирование в инновационной сфере, связанной с высокой степенью риска, заключается в представлении необходимых инвестиций отдельным малым предприятиям, разрабатывающим и производящим наукоемкую продукцию и услуги, с целью их дальнейшей коммерциализации.

Венчурное инвестирование инновационной деятельности осуществляется преимущественно специализированными финансовыми организациями. Они организуются как партнерства, которые из разных источников (средства крупных корпораций, банков, страховых компаний, личные сбережения, пенсионные и благотворительные фонды и др.) формируют инвестиционные венчурные фонды. Такие фонды осуществляют поиск малых инвестиционных предприятий или проектов с целью инвестирования в них достаточных средств для завершения или коммерциализации перспективных научно-технических разработок. Такие инвестиции предоставляются в обмен на часть пакета акций, который венчурный инвестор продает через несколько лет за многократно возросшую цену, за счет увеличения рыночной стоимости этой компании. В связи с высокой степенью риска, венчурный бизнес может принести

колоссальную прибыль – или закончится провалом. Американская и европейская экономики в немалой степени обязаны своим ростом в конце XX века именно расцвету венчурного бизнеса.

Расширение и совершенствование систем венчурного инвестирования во многих странах, позволило занять малым предприятиям ведущее место в инновационной сфере, благодаря их более высокой эффективности в проведении НИОКР и скорейшей их реализации, по сравнению с крупными компаниями. Так, за последние 50 лет, из 58 наиболее значимых изобретений, реализованных в Америке и Европе, 46 принадлежит мелким инновационным фирмам. При этом крупные предприятия используют малые фирмы для пионерных инновационных разработок, а государство поддерживает этот процесс своей системой специальных льгот. Таким образом, в инновационной сфере используются, с одной стороны, гибкость и инициативность малых предприятий, а с другой – финансовые и производственные возможности крупных предприятий и частного свободного капитала. Новаторская активность инновационных малых предприятий подтверждается тем, что количество нововведений, приходящихся на одного научного сотрудника в них в 4 раза выше, чем в крупных организациях, а число нововведений на 1 доллар затрат на НИОКР – в 24 раза превышает аналогичный показатель для крупных предприятий. С помощью венчурного финансирования, за последние 30 лет в США были реализованы тысячи инновационных проектов, созданы сотни тысяч новых рабочих мест и обеспечено лидерство на мировых рынках наукоемких продуктов и услуг.

Венчурное инвестирование сводится к способствованию роста конкретного инновационного бизнеса путем предоставления определенных денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или некий пакет акций. Принципиальной особенностью венчурного инвестирования является то, что распорядитель венчурного фонда, не вкладывая собственные средства в акции приобретаемой инновационной компании, является посредником между синдицированными (коллективными) инвесторами и предпринимателями.

Распорядитель фонда или венчурный капиталист самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для инвестирования, он участвует в работе совета директоров и всячески способствует росту и расширению деловой активности фонда. Однако окончательное решение о финансировании той или иной инновационной компании принимает комитет фонда, представляющий интересы инвесторов. В конечном итоге получаемая венчурным фондом прибыль принадлежит только инвесторам, а не распорядителю фонда, который имеет право рассчитывать только на часть этой прибыли.

Наиболее значительными частями совокупного национального капитала, обслуживающего инновационную деятельность, являются государственный капитал, ссудные капиталы, инвестиции в ценные бумаги, венчурный, иностранный и собственный капитал хозяйствующих субъектов, все эти источники можно свести в единый инструментарий в разрезе статей бухгалтерского баланса (рис. 2.6)

Инвестиции, направляемые в инновации, можно систематизировать следующим образом:

- прямые (вложение финансовых, интеллектуальных и других средств в производство инновации или приобретения реальных активов);
- портфельные (приобретение ценных бумаг или предоставление средств в виде кредитов);
- государственные, муниципальные, частные, смешанные;
- льготные, нельготные;
- резидентные, нерезидентные;
- венчурные, лизинговые, факторинговые, совместно-долевые.

Основными источниками средств, используемых для финансирования инновационной деятельности являются:

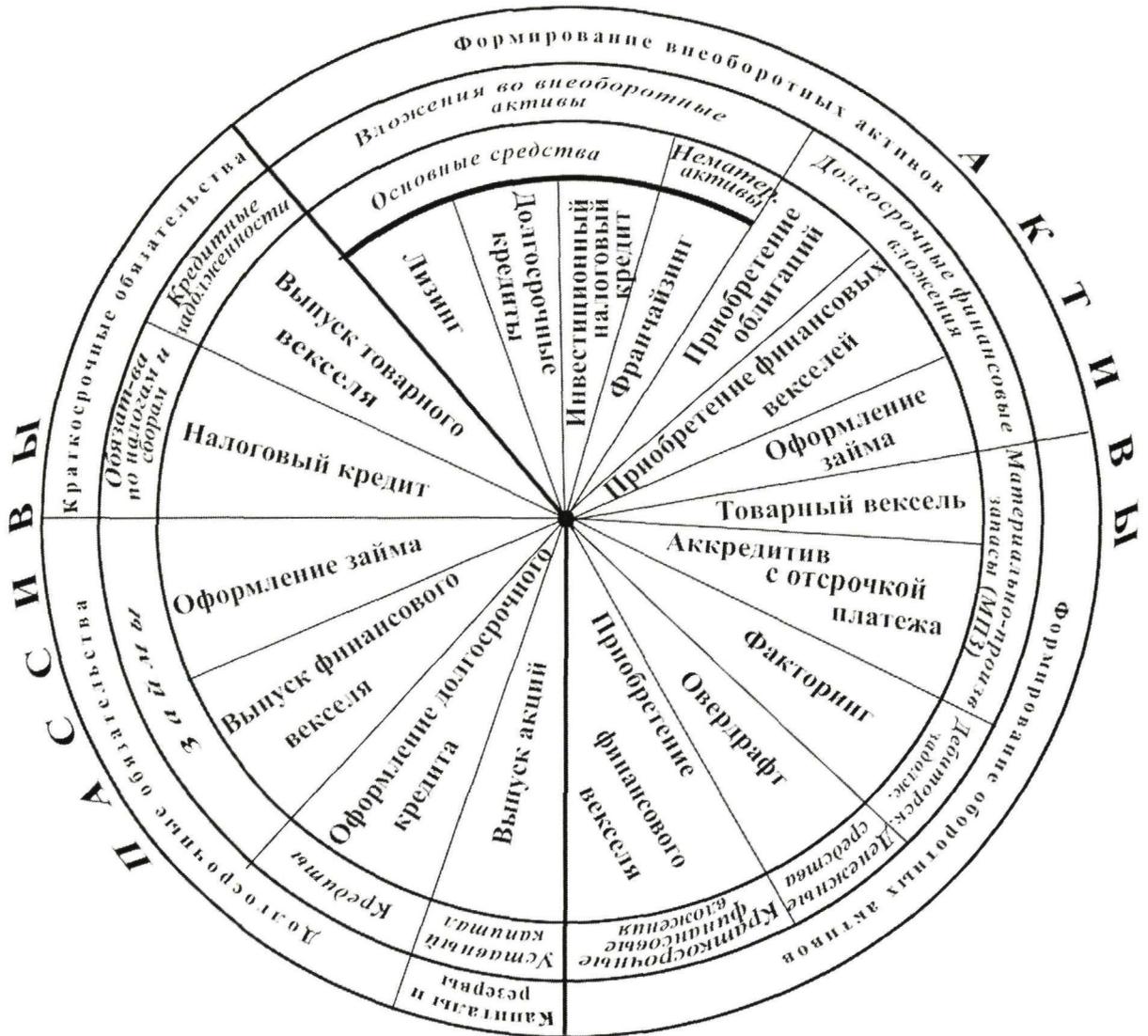
- Бюджетные ассигнования, выделяемые на федеральном и региональном уровнях;

- Средства специальных внебюджетных фондов финансирования НИОКР, которые создаются предприятиями и региональными органами управления;
- Финансовые ресурсы различных типов коммерческих структур (финансово-промышленных групп, инвестиционных компаний, коммерческих банков и др.);
- Кредитные ресурсы специально уполномоченных правительством инвестиционных банков;
- Конверсионные кредиты для инновационных проектов, реализуемых в ОПК;
- Иностранные инвестиции;
- Средства отечественных и зарубежных научных инновационных фондов;
- Частные накопления физических лиц.

Все выше рассмотренные источники финансирования составляют статьи бухгалтерского баланса организации, в соответствии с которым организация осуществляет свою деятельность.

Подобный инструментарий характерен как для компании, осуществляющей процесс инвестирования, так и для инновационной компании, нуждающейся в финансовых ресурсах. Исходя из целей осуществления деятельности каждая компания выбирает для себя наиболее оптимальный источник средств, необходимых для инвестирования проекта, в том числе инновационного. (рис. 2.6)

Однако, как показывает зарубежный опыт, для массового развития инновационной деятельности предложенных источников недостаточно. Таким образом для финансирования новых технологических компаний, еще не имеющих устойчивого развития и положительного имиджа, под которое они могли бы получить деньги в банке, необходимы другие инструменты, среди которых важная роль отводится венчурному инвестированию.



**Рис. 2.6. Инструментарий регулирования венчурного инвестирования в разрезе статей бухгалтерского баланса**

Венчурное инвестирование сводится к способствованию роста конкретного инновационного бизнеса путем предоставления определенных денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или некий пакет акций.

Сам по себе венчурный капитал оказался наиболее приспособленным для инвестиционного обеспечения воспроизводства инноваций, сопряженного с большим разнообразием рисков.

### 2.3. Развитие венчурных фондов на федеральном и региональном уровнях

Поиск и выбор инвестора для венчурного предприятия на самой ранней стадии его развития является одной из самых сложных и ответственных задач. Чтобы выбрать инвестора, который принесет максимальную пользу компании, следует принять во внимание следующие моменты:

- имеется ли у инвестора опыт работы с похожими проектами, а также проекты в его инвестиционном портфеле, которые могут составить конкуренцию инвестируемой компании;
- какова предполагаемая степень участия инвестора в управлении инвестируемой компанией;
- имеются ли у инвестора прочные связи с другими инвесторами и консультантами, которые могут быть использованы в дальнейшем расширении компании и последующих раундах финансирования;
- сможет ли сама инвестируемая компания выстроить доверительные отношения с инвестором.

С начала 2001 года объем прямых и венчурных инвестиций в России начал расти. Это объясняется серьезным улучшением макроэкономических показателей страны после кризиса и ростом потребительского спроса. Также заявили о себе инвестиции в технологические компании, в т.ч. малые. Одним из основных катализаторов этого процесса стал общемировой Интернет-бум конца 1990-х годов. Всплеск инвестиций в Интернет в России достиг максимума в начале 2001 года, уже после окончания бума в остальном мире. В 2000-2008 годах был проинвестирован ряд российских интернет-компаний (Yandex, Ozon, Rambler). Затем наступил спад, связанный с общемировым сокращением прямых и венчурных инвестиций. С конца 2009 года объем инвестиций в России вновь возрос, и развитие индустрии продолжилось. Постепенно росло число прецедентов инвестирования в малые инновационные компании на стадии start-up.

Традиционными источниками формирования венчурных инвестиционных фондов являются свободные капиталы частных инвесторов, инвестиционные институты, пенсионные фонды, страховые компании, а также различные правительственные агентства и международные организации. В разных странах, значительные отличия в структуре источников венчурного капитала, является следствием особенностей законодательного регулирования и укоренившимися в финансовой сфере нормами. В США – это прежде всего пенсионные фонды, получившие право вкладывать ограниченную часть своих средств в инвестиционные проекты с повышенной степенью риска. С тех пор пенсионные фонды США стали самым стабильным источником рискованного капитала, обеспечивающим почти половину всех новых поступлений, чему в значительной мере способствуют действующие льготы по налогообложению прибыли, полученной от реализации инновационных проектов. Среди источников венчурного капитала важное место также занимают промышленные и торговые корпорации, страховые компании и различные фонды. Следует отметить, что немалая доля средств в американские венчурные фонды поступает от зарубежных инвесторов (ежегодно примерно от 15% до 25%). Благодаря высокой заинтересованности частного капитала в получении повышенной прибыли от реализации инновационных проектов, размеры венчурных фондов постоянно возрастают .

Следует обратить внимание на то, что американские фонды венчурного капитала отдадут предпочтение инвестированию не в ранние этапы развития бизнеса, а в более поздние, что делает их менее рискованными. Инвестирование средств на начальных этапах развития бизнеса – это удел частных инвесторов, которые готовы рисковать вместе с предпринимателями. Количество компаний, финансируемых частными инвесторами, составляет приблизительно полмиллиона в год, по сравнению с примерно 2000 финансируемых партнерствами венчурного капитала. Общий объем инвестиций частных инвесторов превышает объем финансирования, осуществляемого фондами венчурного капитала.

Таким образом, роль организованных фондов венчурного капитала отличается от роли частных инвесторов, но роль последних чрезвычайно важна, поскольку они помогают старту новых компаний. Особенно это важно для стадии НИОКР. Для превращения инновационной идеи в коммерческий жизнеспособный продукт, необходим капитал, но именно на этом этапе доступ к капиталу затруднен. Вот почему частные инвесторы, которые склонны заняться и меньшими оборотами на более ранних стадиях, играют такую важную роль в экономике. В целях поощрения активного участия частных инвесторов в финансировании наукоемких проектов в малых и средних компаниях в США используют разнообразные схемы налогового стимулирования (снижение ставки налога на приращения капитала от операций с ценными бумагами, предоставление налогового кредита и другие).

В тоже время, практика со-инвестирования правительства и частных инвесторов в отдельных проектах успешно применяется в Сингапуре и Израиле.

Правительство Сингапура создало фонд «SEEDS», которым владеет на 100%. Размер фонда составляет 50 млн. долл., управление осуществляется советом по экономическому развитию. Фонд предоставляет инновационным компаниям до 50% средств (но не более 300 тыс. долл.), при условии наличия частного инвестора. [67, с.58-59]

Совет по экономическому развитию, созданный правительством Сингапура, был изначально нацелен на привлечение в страну транснациональных корпораций, нуждающихся в дешевой и доступной рабочей силе, и всемерно поощрял развитие бизнеса в стране. Впоследствии SEEDS содействовал переходу от трудоемких производств к наукоемким и капиталоемким. Первые венчурные инвестиции осуществлялись в фирмы из Силиконовой долины США, позднее инвесторы пришли и на национальный рынок.

Рассмотрим также одну из европейских стран - Финляндию, добившуюся умеренных успехов в развитии венчурного бизнеса. Государственное

стимулирование осуществлялось через фонд SITRA, финансирующий исследования в области электроники и энергетики. С 1980-х гг. он занимается венчурными инвестициями, которые первоначально осуществлялись в зарубежные инновационные компании. Среди особых направлений деятельности можно выделить поддержку социальных инноваций. Государство жестко контролирует расходование средств, однако достигнутые масштабы инвестиций далеко отстают от зарубежных аналогов. В 2005 г., согласно отчету SITRA, было инвестировано всего 28,9 млн. евро.

В Израиле создан Государственный венчурный фонд фондов «Инициатива» – Yozma, с объемом около – 100 млн. долл. Особенностью программы «Инициатива» было не только привлечение денег иностранных инвесторов, но и поощрение участия зарубежных профессионалов венчурного бизнеса в управлении созданными фондами. Работа в одной команде с профессионалами позволила израильским венчурным капиталистам приобрести необходимый опыт и навыки. Чтобы обеспечить стимулы к получению высоких прибылей, частные инвесторы получили 5-летние опционы на выкуп правительственной доли в фонде по номиналу плюс доходность в размере 5-7% годовых. В целом венчурные фонды «Инициативы» инвестировали капитал в начинающие высокотехнологичные компании (более 200).

Результаты исполнения программы «Инициатива» были очень успешными. С 1990 по 2000 г. объем венчурных инвестиций вырос с 5 млн. до 3,3 млрд. долл., было создано более 2 тыс. высокотехнологичных компаний, объем собранных венчурными капиталистами капиталов достиг 10 млрд. долл. Размещение акций венчурных предприятий на финансовых рынках позволило собрать около 15 млрд. долл., и еще 20 млрд. долл. было получено в результате слияний и поглощений. Успех первых венчурных фондов позволил менеджерам создать собственные управляющие компании и собрать новые фонды, объем которых превысил 5,5 млрд. долл. Что касается кризисного периода с 2008 по 2010 г., то наибольший процент «выживших» был среди венчурных фондов, созданных по программе «Инициатива».

Правительство Израиля выделяет до 75-85% необходимо объема финансирования проекта, также при наличии частного со-инвестора. Финансирование выделяется в виде грантов или предоставления займа. [67, с.58-59]

Для продвижения малых технологичных фирм предполагается активизировать деятельность Фонда содействия развитию малых предприятий в научно-технологической сфере, который также распределяет государственные средства. В частности, Фонду предписано начиная с 2004 года большую часть своих средств тратить на так называемое посевное финансирование, на финансирование малых компаний на начальных стадиях.

Одним из поддерживаемых государством (в т.ч. через систему гарантов) механизмов, способствующих привлечению венчурных инвестиций, является проведение венчурных ярмарок. Подобные мероприятия проводятся ежегодно во многих штатах США, например в Калифорнии, Флориде, Нью-Джерси, Оклахоме и др. и являясь контактной площадкой для встречи инвесторов и компаний, способствуют привлечению инвестиций в новые, растущие инновационные компании.

Подобные ярмарки проводятся в России, например, в Москве, Санкт-Петербурге, Казани, Новосибирске, Иркутске и т.д. Цель ярмарок состоит в формировании интереса финансовых институтов к перспективным малым высокотехнологичным предприятиям, а также помощь компаниям участникам в привлечении внешнего капитала для роста и развития.

Венчурные фонды должны иметь адекватную организационно-правовую форму либо несколько организационно-правовых форм, которые в зависимости от особенностей бизнеса позволяли бы эффективно вести эту рискованную деятельность.

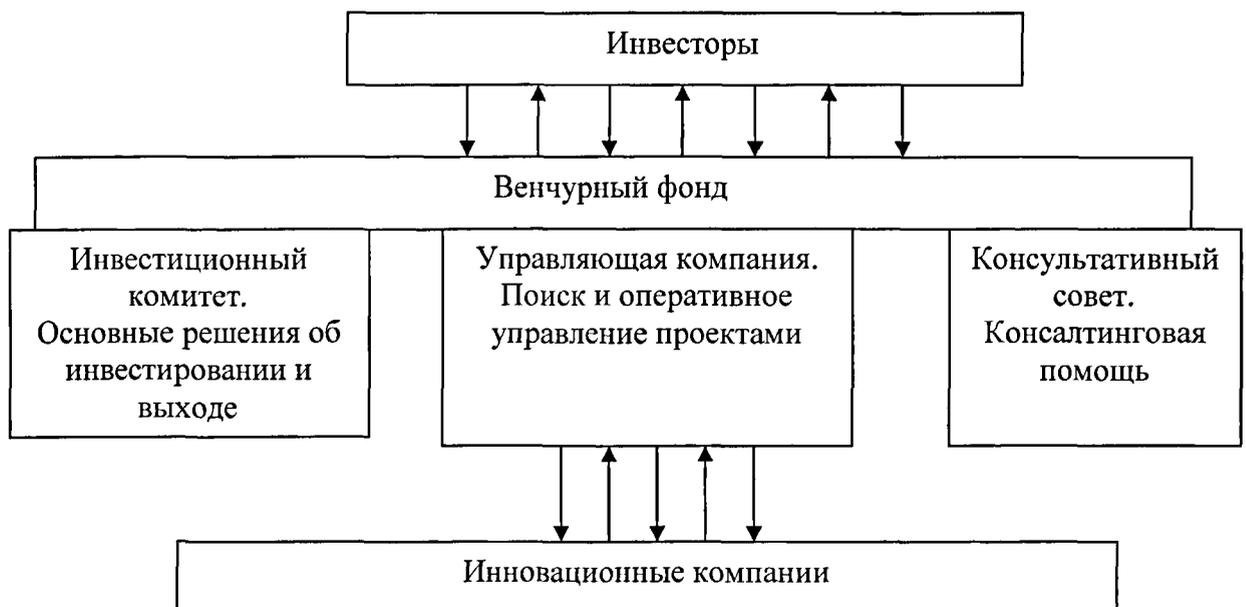
Организационные формы аккумуляции венчурного капитала предусматривают создание венчурных фондов в виде партнерств с членством в форме юридических лиц с ограниченной ответственностью. Типичный венчурный фонд обычно представляет собой самостоятельную компанию, либо

существует в качестве незарегистрированного образования в форме ограниченного партнерства или ассоциации партнеров. В случае создания ограниченного партнерства основатели фонда и инвесторы являются партнерами с ограниченной ответственностью. Соучредители и пайщики венчурного фонда избирают Совет директоров и Инвестиционный Комитет (из основных инвесторов). Совет Директоров формируют управляющие органы (обычно из наемного персонала) и назначает Генерального партнера, который отвечает за управление фондом или осуществляет функции контроля за работой управляющего. Венчурный фонд обычно осуществляет свою деятельность под руководством доверенного управляющего (менеджера), который не вкладывает напрямую собственные средства в венчурные компании, акции которых он приобретает. Директора и управленческий персонал фонда могут быть наняты как самим фондом, так и отдельной управляющей компанией или управляющим, оказывающим свои услуги фонду. С целью исключения конфликтов между личными и деловыми интересами пайщиков и партнеров фонда, должен быть определен статус Генерального партнера, который не должен иметь личных инвестиций в венчурных компаниях, в которых могут быть заинтересованы другие партнеры. Большинство венчурных фондов прекращают свое существование после успешного выхода из инвестиций (продажа предприятий или их акций), при этом полученную прибыль не реинвестируют, а немедленно распределяют между пайщиками и партнерами. Еще одним принципом фонда является то, что вновь создаваемые венчурные фонды не имеют право инвестировать в те компании, в которые вкладывают деньги другие фонды. Эти принципы формализованы в виде комплекта типовых документов, которые служат основой при создании венчурных фондов.

На начальном этапе создания венчурных фондов, их учредители выпускают меморандум, где подробно описаны: тематическая направленность и узкая специализация (например, водородная энергетика и в частности топливные элементы для преобразования химической энергии соединения

водорода и кислорода непосредственно в электричество), цели и задачи фонда, специфические условия его организации и предпочтения. Такой меморандум позволяет будущим инвесторам получить ясное представление об организационном устройстве, направлениях деятельности и возможностях данного фонда. Владельцы свободного капитала, ознакомившись с меморандумами различных фондов, в соответствии с собственными мотивами и устремлениями, принимают решения о вложении финансовых средств в тот или иной фонд. Процесс формирования капиталов венчурного фонда носит название «сбор средств» (fund rising). Для этого обычно привлекают сторонних профессиональных менеджеров, специализирующихся на сборе и управлении деньгами других собственников, являющихся потенциальными инвесторами будущих инновационных проектов.

Венчурный фонд формируется на срок 5-10 лет. Основной объект вложения венчурного фонда – доли в компаниях на стадии старт-ап.



**Рис. 2.7** Функционирование венчурного фонда [80, с.32]

Цель фонда – рост капитализации проинвестированных компаний и получение прибыли от продажи долей в компаниях на «выходе» тремя способами:

- через фондовый рынок посредством первоначального публичного предложения (IPO) – продажи акций проинвестированной компании на бирже;
- через продажу доли венчурного инвестора другому инвестору (фонду прямых инвестиций или стратегическому инвестору);
- через выкуп доли инвестора менеджментом (MBO), в т.ч. через привлечение заемных средств (LBO).

Основным фактором, определяющим организационно-правовую форму венчурных фондов, является возможность минимизации налогообложения и заключения гибких соглашений между инвесторами и управляющей компанией. Удобной формой юридической регистрации венчурного фонда является англо-американское Limited Partnership, а местом регистрации – США, Великобритания или оффшорные зоны (tax havens). В континентальной Европе используется модель параллельного инвестирования, во многом схожая с LP, и наиболее удобный ее вариант имеется в Бенилюксе (нидерландская BV).

Большинство венчурных фондов, работающих в России, - региональный венчурный фонд (РВФ), Российский технологический фонд (РТФ) и Small Enterprise Equite Fund (SEEF) – учрежденный иностранным капиталом в основном за счет средств ЕБРР. РТФ – это первый в России коммерческий фонд, который стал инвестировать капитал в наукоемкие и высокотехнологичные проекты, а SEEF – в малый и средний бизнес. Венчурными инвестициями занимаются также инвестиционный фонд The U.S. Russia Investment Fund со штаб-квартирой в Москве (проектный капитал от 1 млн.долл.) и компания Hansa Investment, управляющая американо-скандинавским фондом Alliance Scaneast Fund.

По нашему мнению, венчурный бизнес в России необходимо развивать на отечественном капитале. Ведь большинство зарубежных инвестиций не связаны с новыми технологиями в высокотехнологичных отраслях, не ориентируются на создание и экспорт наукоемкой и научно-технической продукции и развитие региональных инновационных систем.

Первой реальной попыткой со стороны государства переломить сложившуюся ситуацию и привлечь средства российских инвесторов в инновационную сферу экономики, стало учреждение в 2000 г. Венчурного инновационного фонда (ВИФ) в соответствии с распоряжением Правительства РФ №362. Он стал первым российским «фондом фондов», призванным участвовать в создании венчурных инвестиционных институтов с российским и зарубежным капиталом. Инвестиционный вклад ВИФ составил не более 10% от общей планируемой капитализации формируемого фонда.

Предполагалось, что он должен играть роль «катализатора», инициируя создание сети региональных венчурных инвестиционных институтов, непосредственно осуществляющих прямые инвестиции в технологически ориентированные инновационные проекты, путем долевого вложения.

При этом, согласно классификации и терминологии, предложенными специалистами ФКЦБ РФ, «венчурные» (особо рискованные) фонды относятся к категории «закрытых паевых инвестиционных фондов». По мнению экспертов Венчурного инновационного фонда, включение венчурных фондов в данную категорию не учитывает особенности природы данного вида инвестирования: пайщики фонда не имеют возможности участвовать в формировании инвестиционного портфеля, что не устраивает инвестора, так как такое участие является одной из особенностей данного вида инвестирования. Возможно, что венчурные инвесторы по-прежнему будут игнорировать юридические формы, предусмотренные российским законодательством, и создавать фонды в странах и на территориях с более благоприятной юридической системой. [14, с.20]

Венчурным фондом может считаться закрытый паевой инвестиционный фонд, покупающий доли в капитале высокотехнологичных компаний, не котирующихся на бирже. Регистрирует такие фонды ФСФР. Доля высокотехнологичных компаний в портфеле фонда после 3 лет с начала его деятельности должна быть не менее 70%. Венчурные фонды должны быть освобождены от уплаты налога на прибыль организаций, государство, участвуя

в деятельности таких фондов, получает свою долю в форме подоходного налога, взимаемого с пайщиков, после ликвидации инвестиций. Если фонд получает государственное финансирование, то 70% вложений должны быть направлены в российские компании.

Период деятельности венчурного фонда должен составлять не менее 10 лет, с возможным продлением еще на 3 года по решению общего собрания пайщиков фонда. В любом случае по истечении установленного срока все инвестиции фонда должны быть ликвидированы с выплатой пайщикам стоимости их долей. Не следует приветствовать распределение акций компаний из портфеля фонда среди пайщиков, поскольку в случае массовой ликвидации позиций через биржу возможен обвал рынка. [171]

Опыт прямого и венчурного инвестирования в России показывает, что большинство частных фондов прямых и венчурных инвестиций – например, «Русские технологии», фонды под управлением Mint Capital, Baring Vostok Capital Partners – зарегистрированы за рубежом. Правда, во многом данная ситуация возникла из-за доминирующей роли иностранных инвесторов в индустрии. [81, с.292]

Российских фондов прямого и венчурного инвестирования пока не много, тем не менее, возможность регистрации в российском правовом поле также привлекает внимание всех тех, кто желает создавать венчурные фонды, особенно в рамках последних инициатив правительства. Это обусловлено двумя причинами:

Во-первых, все программы государственного софинансирования (Венчурный Инновационный Фонд, Российская венчурная компания, региональные фонды МЭРТ) предполагают участие в капитале фонда государственных средств, что делает необходимой регистрацию в России.

Во-вторых, российская регистрация предпочтительна для небольших по объему венчурных фондов, для которых издержки по оформлению и частичному ведению бизнеса за рубежом слишком велики. Предпосылки для

создания подобных фондов есть – это синдикаты бизнес-ангелов и венчурные инвестиционные компании, зарегистрированные как АО и ООО.

В России существует возможность создания венчурного фонда в форме юридического лица (например, ЗАО, ОАО и даже ООО). При этом доходы венчурного фонда облагаются налогом на прибыль организаций по ставке 20% («двойное налогообложение»). Ряд венчурных инвестиционных компаний, зарегистрированных как АО или ООО, в России существуют, но в связи с «двойным налогообложением» их руководство ищет пути структурирования венчурного бизнеса в других формах.

В августе 2006г. Правительство РФ приняло решение о создании государственной организации ОАО «Российская венчурная компания» (РВК), которая повторяет структуру израильского фонда. Основной функцией данной организации является капитализация венчурных фондов, отбираемых на конкурсной основе, стимулирование создания собственной индустрии венчурного инвестирования, развития инновационных отраслей экономики и продвижения на международный рынок российских наукоемких технологических продуктов. Уставной капитал компании составляет 28.2 млрд. рублей.

Размер инвестиций РВК в отдельный венчурный фонд (в обмен на 49% или менее от общего числа инвестиционных паев) варьируется от 600 млн. руб. до 1.5 млн. рублей. Ограничение доходности РВК путем выкупа принадлежащих ей инвестиционных паев венчурного фонда составляет 5% годовых, но не выше среднего уровня инфляции. Венчурные фонды, создаваемые с участием ОАО «РВК», вкладывают средства в ценные бумаги российских инновационных компаний, находящихся на ранних стадиях развития, годовая выручка которых не превышает 150 млн. рублей и чья деятельность соответствует одному или нескольким приоритетным направлениям развития науки, технологий и техники РФ. [169]

Несмотря на разразившийся в 2009г. экономический кризис РВК завершила финансовое наполнение новых венчурных фондов с капитализацией

9.8 млрд. руб., таким образом, общая капитализация созданных под эгидой РВК семи фондов достигла 18.983 млрд. рублей. Фонды сформированы на 10 лет, доля РВК в каждом фонде составляет 49%, 51% средства частных инвесторов.

Таблица 2.5.

**Список фондов, созданных совместно с Российской венчурной компанией**

Название фонда	Объем фонда	Управляющая компания
ВТБ-Фонд венчурный	3.061 млрд. руб.	ВТБ Управление активами
Биопроцесс Кэпитал Венчурс	3 млрд. руб.	Биопроцесс Кэпитал Партнерс
Максвелл Биотех	3,061 млрд. руб.	Максвелл Эссет Менеджмент
Лидер-Инновации	3 млрд. руб.	Лидер
Тамир Фишман Си Ай Джи	2 млрд. руб.	ЦентрИнвест
Новые технологии	3.061 млрд. руб.	Альянс РОСНО Управление Активами
С-Групп Венчурс	1.8 млрд. руб.	Север Эссет Менеджмент

С созданием новых фондов ОАО «РВК» выполнила две важные задачи:

- во-первых, инновационным стартапам в России теперь доступен значительно больший объем денежных средств;
- во-вторых, на рынке венчурных инвестиций создается реальное конкурентное поле – чтобы войти в самые привлекательные проекты.

В настоящее время в России существуют две формы, приемлемые для регистрации венчурных фондов – это договор простого товарищества (ДПТ) и закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций. Обе формы не образуют юридического лица и позволяют инвесторам избежать двойного налогообложения. Форма венчурного ЗПИФ появилась в России недавно и к настоящему моменту существуют венчурные фонды обоих типов.

Единственной организационно-правовой формой в России, в названии которой упомянуто «венчурный» является Закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций. Эта форма была введена постановлением ФКЦБ России от 14 августа 2002 года №31/пс, утвердившим Положение о составе и структуре активов акционерных

инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов (на сегодняшний день действует одноименное положение, утвержденное приказом ФСРФ от 30 марта 2005 года № 05-8/пз-н и повторяющее основные положения предыдущего документа). Базовая регламентация деятельности ПИФ, в т.ч. ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций дана в Федеральном законе от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», согласно которому паевой инвестиционный фонд представляет собой обособленный имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом, и для него не возникает проблем двойного налогообложения. Согласно регламентации ФСРФ, основной ориентацией фонда особо рискованных (венчурных) инвестиций является вложение в неликвидные и рискованные акции предприятий, что соответствует индустрии прямых и венчурных инвестиций в целом.

Закрытые паевые инвестиционные фонды, относящиеся к категории особо рискованных (венчурных) инвестиций (ЗПИФВИ) и прямых инвестиций, имеют ряд особенностей, связанных с особым составом и порядком формирования имущественного фонда, порядком управления ПИФом.

Инвестиционные фонды, относящиеся к категории венчурных ПИФов и фондов прямых инвестиций, могут быть только акционерными инвестиционными фондами и закрытыми паевыми инвестиционными фондами, т.е. в отличие от открытых и интервальных фондов в венчурных фондах и фондах прямых инвестиций присутствует коллегиальный орган управления в виде общего собрания владельцев инвестиционных паев.

Если инвестора ЗПИФВИ (ЗПИФПИ) интересует, прежде всего, с точки зрения оптимизации налогообложения, можно создать собственную управляющую компанию, в доверительное управление которой передаются денежные средства и/или объекты инвестирования (например, ценные бумаги). Пайщиками становятся лица, контролирующие бизнес компании. Этот путь является более экономичным, однако требует времени и привлечения новых специалистов, что не всегда оправданно. Подобная проблема сегодня

достаточно успешно решается путем передачи сопровождения УК на аутсорсинг.

В ряде случаев владельцы бизнеса предпочитают работать с профессиональными управляющими компаниями. Последние, помимо услуг, связанных с доверительным управлением активами фонда, оказывают содействие в привлечении инвесторов.

По мнению участников рынка, вся нормативная база венчурных ЗПИФ ориентирована на фонды поздних стадий, привлекающие большие объемы инвестиций от консервативных инвесторов, а не на инвестирование в инновационные старт-апы. Это связано с тем, что для ЗПИФ характерна высокая степень внешнего контроля со стороны ФСФР, депозитария, регистратора, аудитора, оценщика, большой объем отчетности, требования высокой степени открытости деятельности фонда и его вложений.

Инвестирование в ранние стадии наоборот предполагает:

- небольшое число инвесторов;
- неформальные отношения между инвесторами и реципиентами;
- возможность организации внутреннего контроля инвесторов за действиями УК через инвестиционный комитет;
- большую свободу в выборе объектов вложений;
- отсутствие государственного регулирования со стороны органа, ответственного за рынок ценных бумаг;
- взаимное доверие между инвесторами в фонде;
- конфиденциальный характер и высокую степень закрытости фонда по отношению к третьим лицам.

Таким образом, ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций представляет собой крайне зарегулированную организацию, и в случае управления инновационными компаниями start-up выдерживать положительную динамику согласно критериям вышеописанной отчетности в первые годы существования фонда будет весьма сложно. Основные принципы

организации ЗПИФ имеют значимые отличия от классического венчурного фонда. Причина этого в том, что закрытый ПИФ является формой, ориентированной на крупные объемы активов, большое число пайщиков и консервативный тип вложения, для которых требования открытости, внешнего контроля за УК со стороны ФСРФ, оценка стоимости имущества проинвестированных компаний независимыми оценщиками имеют первостепенное значение. Все эти особенности мало применимы для венчурных фондов, сравнительно небольших по объему и ориентированных на рискованные инвестиции в старт-апы.

Примером ЗПИФа является Венчурный фонд под управлением ЗАО «ВТБ Управление активами», сформированный в 2007г. для инвестирования в перспективе, быстро развивающихся компаний в области информационных технологий, индустриальных инноваций, биотехнологий и других отраслей экономики. Одной из пяти компаний, в которые уже на данный момент инвестированы средства, стало ООО «Б.С. Графика» – создает уникальные программы по визуализации трехмерной графики в режиме реального времени. [169]

Кроме закрытой формы организации венчурного фонда возможна его регистрация в виде договора простого товарищества (далее - ДПТ) – аналога англо-американского General Partnership. Согласно российскому законодательству, ДПТ не является юридическим лицом и не подвержен двойному налогообложению.

Порядок создания и функционирования простого товарищества определяется Гражданским кодексом РФ, ч.II, глава 55, статьи 1041-1054. Анализ ГК РФ показывает, что многие необходимые условия функционирования венчурного фонда могут быть прописаны в договоре между товарищами, что подкреплено соответствующими статьями. Хотя форме ДПТ присущ ряд недостатков, в случае венчурного фонда они могут быть легко устранены.

Во-первых, существует ограничение на участие в ДПТ физических лиц. Этот риск может быть преодолен через образование инвесторами юридического лица (особенно если фонд имеет небольшое число инвесторов).

Во-вторых, существуют риски, связанные с солидарной и неограниченной ответственностью инвесторов по всем обязательствам венчурного фонда независимо от оснований их возникновения. В силу специфики процесса венчурного инвестирования ситуация, когда инвесторы могут отвечать имуществом, большим, чем их вклады в фонд, могут возникнуть лишь в случае работы фонда в убыток и займа средств для его возмещения. Однако в договоре можно оговорить, что УК не может потратить больше тех средств, которые выделены ей инвесторами, и запретить УК привлекать кредиты и займы. В этом случае инвесторы будут предохранены от наступления случая солидарной ответственности.

В-третьих, существуют риски прекращения существования фонда до истечения указанного в договоре срока в случае, если кредитор какого-либо участника простого товарищества предъявит требования о выделе доли этого участника в общем имуществе венчурного фонда для обращения на нее взыскания. Для устранения риска предъявления досрочного требования о выделении доли в венчурном фонде необходимо указать в договоре, что в этом случае ДПТ останется в силе для остальных участников простого товарищества (ПТ). Кроме того, следует предусмотреть положение о том, что члены простого товарищества имеют преимущественное право приобретения доли должника, на которую налагается взыскание.

В-четвертых, существует риск того, что участник простого товарищества может в любое время расторгнуть договор с остальными товарищами по уважительной причине. Однако в этом случае он должен возместить остальным товарищам ущерб, причиненный им расторжением договора. Кроме того, для того, чтобы минимизировать этот риск, в договоре простого товарищества необходимо определить единственную уважительную причину для расторжения договора – банкротство.

Соглашение о совместном ведении венчурной деятельности в виде ДПТ позволяет избежать бюрократических процедур, отчетности, внешнего контроля со стороны ФСРФ, депозитария, регистратора, оценщика и аудитора и затрат на них. В тоже время договор позволяет предусмотреть эффективный внутренний контроль за деятельностью управляющей компании (УК) со стороны инвесторов, а также удобные инвесторам и реципиентам методы оценки компаний и принцип commitments. Возможность commitments позволяет УК сосредоточиться на главной цели – правлении инновационными компаниями. Важным преимуществом является и сохранение конфиденциального характера многих действий инвесторов.

Не существует препятствий для привлечения в качестве УК компании, которая не имеет больших финансовых активов, но обладает необходимой квалификацией для работы на инновационном рынке, например, коллектива менеджеров, имевших опыт работы в инновационных компаниях, бизнес-инкубаторах, технопарках, или синдиката бизнес-ангелов.

Таким образом, форма ДПТ представляется достаточно приемлемой для организации венчурного фонда, особенно небольшого объема. Договор простого товарищества с пакетом дополнительных соглашений может считаться российским аналогом венчурного LP. В виде договора простого товарищества был зарегистрирован отраслевой венчурный фонд корпорации «Аэрокосмическое оборудование», созданный при участии Венчурного Инновационного Фонда (ВИФ). [80, с.294-305]

Форма ЗПИФ в настоящее время активно апробируется в России. В виде ЗПИФ зарегистрирован ряд частных венчурных фондов, например, венчурные фонды УК «Мономах», работающие с инновационными проектами Томска и Новосибирска, или ИТ-фонд УК «ФИНАМ». Как ЗПИФ зарегистрированы частно-государственные региональные венчурные программы МЭРТ в Москве, Перми, Татарстане, Красноярске, Томске. С венчурными ЗПИФ работает «фонд фондов» – Российская Венчурная Компания. По мнению большинства экспертов (как со стороны государственных органов, так и со стороны бизнес-

сообществ), форма ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций должна быть скорректирована с учетом ее приближения к мировым стандартам венчурного бизнеса, причем часть изменений должна быть внесена и в Закон об инвестиционных фондах.

Количественная доля ЗПИФВ в 2010г. составляла около 60% (22 фондов) из числа вновь образованных (против 35% и 11 фондов в 2008 году). С формальной точки зрения, нельзя не отметить существенный рост количества фондов, созданных в форме ЗПИФВ в 2008-2010 годах. Однако при ближайшем рассмотрении у ряда фондов заявленная ими деятельность не может быть отнесена к сфере прямых или венчурных инвестиций (в частности, декларируется работа с ценными бумагами юридических лиц, владеющих объектами недвижимости или ведущих деятельность на рынке недвижимости, с Государственными ценными бумагами РФ, субъектов РФ).

К концу 2010 года совокупный объем капитала под управлением всех действующих фондов на российском рынке прямого и венчурного инвестирования достиг 6.28 млрд. долларов. Количество действующих фондов увеличилось до 98, объем привлеченных средств в новые фонды составил 1.45 млрд. долл., что на 42% больше, чем в 2009 году. Общая сумма инвестиций в российские компании составила 653 млн. долл. – что в 2.5 раза больше, чем за 2009 год. [18, с.91]

Около 470 млн. долл. (32.5%) привлеченных в 2010 году средств были собраны семью фондами прямых и венчурных инвестиций для пополнения капитала. Объем вновь привлеченного капитала, составил около 980 млн. долларов и распределился среди 22 фондов.

Из них около 100 млн. долл. было привлечено фондами, созданными в форме закрытых паевых инвестиционных фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций (ЗПИФВ). Суммы, привлекаемые такого рода структурами, возросли по отношению к 2009 году и почти достигли 7% общего объема привлеченных средств. Также в 2010 году наблюдалась положительная динамика в сборе этими структурами средств в абсолютном выражении по

сравнению с 2009 годом, когда было привлечено порядка 30 млн. долларов. Такая динамика была связана, прежде всего, с завершением в ряде регионов конкурсов по выбору управляющих компаний для создаваемых по инициативе МЭРТ региональных венчурных фондов инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере (высокие технологии). [18, с.70]

Также активно развиваются программы по созданию региональных фондов. Фонды создаются в рамках, разрабатываемых с 2004 г. мероприятий по государственной поддержке малого предпринимательства за счет средств федерального бюджета.

В течение 2005 г. Министерство экономического развития и торговли РФ (МЭРТ) проводилась подготовительная работа, велись переговоры с регионами, определялась правовая форма таких фондов.

При разработке основополагающих документов региональных фондов был широко использован опыт создания венчурного инновационного фонда (ВИФ), а также опыт прямых венчурных фондов.

Структура региональных венчурных фондов предусматривает в качестве источников финансирования:

- средства федерального бюджета – до 25% фонда;
- средства регионального бюджета – до 25% фонда;
- средства частных инвесторов – не менее 50% фонда.

Для региональных венчурных фондов применяется ограничение доходности на государственный капитал, что является основным финансовым рычагом для привлечения частного капитала для венчурных инвестиций. Основная цель инвестиций региональных венчурных фондов – инновационные проекты и компании ранней стадии развития (средняя инвестиция в проект 0.5 – 1.5 млн. долл.)

В 2004-2011 г. было создано 22 региональных венчурных фондов для привлечения инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере.

**Венчурные фонды, инвестирующие в малые инновационные компании**

Регион	млн. руб.	Управляющая компания
Москва	800	УК «Альянс – РОСНО»
Московская область	200	УК «Тройка Диалог»
Санкт – Петербург	400	УК «ВТБ Управление активами»
Пермский край	200	УК «Альянс – РОСНО»
Красноярский край	120	УК «Тройка Диалог»
Нижегородская область	280	УК «ВТБ Управление активами»
Томская область	120	УК «Мономах»
Воронежская область	280	ЗАО «Финанс Траст»
Самарская область	280	ЗАО «Финанс Траст»
Тюменская область	280	«ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»
Свердловская область	280	УК «Ермак»
Волгоградская область	280	ЗАО «Финанс Траст»
Чувашская республика	280	ЗАО «Финанс Траст»
Республика Башкортостан	400	ЗАО «Финанс Траст»
Саратовская область	280	УК «ВТБ Управление активами»
Челябинская область	280	-
Калужская область	280	-
Республика Мордовия	280	-

[16, с.23]

Проблемы, с которыми столкнулась программа создания развития региональных венчурных фондов, можно назвать следующие:

- малый размер некоторых фондов первой очереди, который делал их непривлекательными для управляющих компаний, не видящих

возможности покрытия затрат на управление фондом, или заставляя управляющие компании ориентироваться на «дешевых» специалистов недостаточной квалификации. В результате в 2006 г. МЭРТ повысил требования к размеру фондов и провел второй раунд капитализации некоторых из них;

- недостаточное число венчурных проектов для финансирования в регионах;
- трудности с привлечением частного капитала в фондах из-за несовершенства правовой формы ЗПИФ;
- несоответствие требованиям специалистов многих УК (квалификация, опыт инвестиционного менеджмента), а также их перегрузка из-за необходимости проведения экспертизы большого количества проектов;
- опасения ухода уже выбранных УК от управления фондами, так как они все еще слишком малы для генерации адекватной комиссии по управлению.

Необходимым изменением в законодательство, на наш взгляд, являются ограничения в отношении пайщиков венчурных фондов: таковыми могут быть только квалифицированные инвесторы. Данного понятия пока нет в российском законодательстве, однако ФСФР намерена в самое ближайшее время устранить этот недостаток (по крайней мере, введение понятия «квалифицированный инвестор» предполагается в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 гг., утвержденной Распоряжением Правительства РФ 1 июня 2006 г. №793-р).

В странах Западной Европы список участников венчурных фондов дополняют государственные учреждения, коммерческие и клиринговые банки, университеты и прочие участники. Наиболее характерной особенностью стран Западной Европы по сравнению с США, является более высокий удельный вес банковских структур в формировании венчурного капитала. Это связано с преимущественной ориентацией западноевропейских инвесторов на менее рискованные инновационные проекты, находящиеся на более поздних стадиях

реализации. В отличие от европейской практики, в США предпочитают начинать венчурное инвестирование на поисковых и стартовых этапах развития инновационных проектов. Это в значительной степени увеличивает риски, однако позволяет на ранних этапах осуществлять поддержку множества инновационных проектов из которых в последствии можно выделить наиболее перспективные.

Следует отметить, что «фондовая» схема государственного участия в создании венчурной индустрии базируется на доверии государства частному сектору и на передаче этому сектору права принятия стратегических решений. В странах с низким уровнем социального капитала (то есть там, где высокий уровень коррупции, наличие недолжной мотивации деятельности и т.п.) эффективность фондовой схемы может оказаться невысокой.

В то же время в развивающихся странах нет фондовой инфраструктуры и рынка капиталов, поэтому создание с участием государства «фонда фондов» как раз может компенсировать «провалы рынка» (market failure). Государство на этапе становления венчурной индустрии практически подменяет «бизнес-ангелов», которые являются основным источником финансирования на самой ранней «посевной» стадии.

В соответствии с результатами исследований Глобального мониторинга предпринимательства (GEM), неформальные частные инвестиции в молодые фирмы во много раз превысили формальные инвестиции, сделанные венчурными фондами. Неформальные частные инвесторы профинансировали 99.962% всех фирм, размер их инвестиций составил 91.8% от суммарного венчурного капитала, инвестированного в молодые фирмы в странах GEM. Всего, в 33 655 116 молодых фирм было инвестировано 364 млрд. рублей.

Гипотетически могут рассматриваться в качестве источников для венчурных фондов средства населения. Однако их привлечение сдерживается целым рядом факторов, важнейшим из которых является проблема доверия индивидуальных инвесторов к институтам коллективного финансирования, возникшая в середине 90-х годов в России в результате многочисленных афер с

накоплениями населения и беспомощной политикой государства при защите прав собственности частных инвесторов.

Создание венчурных фондов с прямым государственным участием создает стимулы к привлечению частного капитала в венчурную индустрию, поскольку государственные средства будут снижать риски частных инвесторов, играть роль катализатора и агитатора по привлечению частных средств. Такая форма государственного содействия, на начальной стадии становления венчурной индустрии, показала свою эффективность практически во всех странах. Для управления государственной долей средств в венчурных фондах России в 2001-2010 гг. был создан Венчурный инновационный фонд, основные направления деятельности которого уже рассматривались выше. Его главными задачами является развитие прямого инвестирования в акционерный капитал (венчурного инвестирования), включая участие в создании венчурных инвестиционных институтов с российским и зарубежным капиталом, вкладывающих средства в технологический инновационный бизнес, а также осуществление приоритетной поддержки российских инновационных предприятий, создающих продукты и технологии, относящиеся к перечню критических технологий федерального уровня путем участия в финансировании этих проектов на начальной стадии.

В целом, подводя итоги о возможных российских источниках финансирования, логично предположить, что при соответствующем содействии правительства в совершенствовании деятельности выше рассмотренных финансовых институтов, пропорция российских денег в венчурном капитале должна неуклонно расти.

## **Глава III. Государственное регулирование венчурного инвестирования инновационной деятельности компаний**

### **3.1. Формы и методы государственного регулирования и поддержки венчурного инвестирования**

На рынке инновационных ресурсов малое инновационное предпринимательство является на сегодняшний день одним из самых уязвимых объектов. Однако многолетняя практика показывает, что оно также является первой по объему и динамичности составляющей инновационной сферы развитых стран. Именно поэтому содействие его развитию, а особенно в период кризиса, должно стать обязательной частью государственной инновационной политики, что в свою очередь требует решения вопросов, связанных с налогообложением, введения объектов интеллектуальной собственности, патентованием, устранением рисков.

Цель государственной политики в области развития инновационной системы является формирование экономических условий для вывода на рынок конкурентоспособной продукции в интересах реализации стратегических национальных приоритетов Российской Федерации.

Направления государственной поддержки инноваций заключается в следующем:

- содействие развитию научных исследований в перспективных направлениях;
- содействие разработке и реализации программ, направленных на повышение инновационной активности;
- формирование государственных заказов на проведение инновационных процессов;
- применение мер государственного регулирования для поддержки инновационных процессов;
- кадровое обеспечение инновационной деятельности;

- совершенствование правовой базы инновационной деятельности;
- регулирование международных связей в области инновационных процессов.

На сегодняшний день в России имеется ряд существенных проблем, препятствующих развитию венчурной индустрии, в том числе несовершенство правовой и налоговой среды, недостаточно стимулирующей венчурное финансирование инновационной деятельности. Оказание содействия на государственном уровне в решении указанных проблем и устранении имеющихся препятствий позволило бы значительно ускорить развитие и повысить эффективность зарождающейся в России венчурной индустрии.

Одна из существенных причин, почему в России венчурные фонды долгое время не получали развития, состоит в том, что государство не брало на себя реальных рисков: так, при создании региональных венчурных фондов в Израиле вклад государства составлял 40% капитала фондов. Вторая причина – отсутствие сильных стимулов для вложений в высокорисковые проекты в условиях, когда значительно надежнее вкладывать средства в сырьевые отрасли. Вместе с тем перспективными для венчурных инвестиций считаются такие отрасли, как новые материалы, компьютерные технологии и энергетика.

В целом *развитие венчурной индустрии сильно сдерживается* из-за следующих проблем:

- немногочисленности источников финансирования «посевной» стадии: опыт развитых стран Запада свидетельствует, что основными источниками венчурного капитала являются корпоративные: пенсионные фонды, банки, страховые компании, крупные промышленные корпорации. В ряде венчурных фондов размещены средства государственных программ поддержки бизнеса, преимущественно малого. Однако в среднем доля финансирования через такие программы в суммарном объеме бюджетов фондов невелика и составляет около 2%. В российских условиях пенсионные фонды и страховые компании практически лишены возможности участвовать в стартовом рисковом финансировании;

- слабого уровня защиты интеллектуальной собственности и наличия большого числа разработок двойного применения, в отношении которых требуется соблюдение специальных режимов;
- неразвитости инновационной инфраструктуры и недостаточного числа малых предприятий, проекты которых могли бы представлять интерес для венчурных инвесторов. Так, например, представители «Альфа-групп», готовые вложить в качестве венчурных инвестиций до 100 млн. долл., проанализировали 500 высокотехнологичных проектов, и ни один из них не был принят к финансированию;
- слабости стимулов для привлечения прямых инвестиций в высокотехнологичную сферу, так чтобы существовал приемлемый уровень риска для инвесторов;
- отсутствия в действующем законодательстве юридических форм, адекватных потребностям венчурного бизнеса;
- сложных процедур регистрации венчурных фондов;
- бюрократизации государственного контроля за ведением бизнеса и отчетности по нему, чрезмерного документооборота;
- неразвитости фондового рынка и поэтому низкой ликвидности венчурных инвестиций, а также небольшого разнообразия доступных стратегий «выхода»;
- нехватки квалифицированных менеджеров венчурных фондов;
- нежелания разработчиков расстаться с контрольным пакетом акций, вызванного незнанием специфики венчурного инвестирования и недоверием к венчурным предпринимателям.

В сложившейся ситуации требуется ряд государственных инициатив, следующего порядка:

1. Создание правовой основы деятельности венчурных фондов, а также венчурного инвестирования пенсионными фондами и страховыми компаниями.

2. Организация нормативно-правового регулирования бухгалтерского учета, необходимого для верного отражения финансового положения предприятия в данных бухгалтерской отчетности, а также отнесения себестоимости продукции, затрат на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, внутренние инвестиции, что повысит доверие инвесторов к компаниям, в которые они собираются инвестировать.
3. Разработка приемлемых для большинства специалистов методов прогноза эффекта от инноваций, а также поддержка государством экспертизы инновационных проектов и развития консультационных услуг для малых предприятий научно-технической сферы, которые являются первоочередными реципиентами венчурного капитала, что могло бы увеличить число проектов, соответствующих требованиям, общепринятым в среде «риско-инвесторов».
4. Развитие информационной среды, позволяющей малым инновационными предприятиям и инвесторам находить друг друга, а также стимулировать кооперационные связи между малыми и крупными предприятиями.
5. Прозрачность в отношении налогообложения доходов и прироста капитала с целью избежания двойного налогообложения, а также финансовые стимулы для инвесторов, вкладывающих средства в некотируемые на фондовой бирже предприятия, в форме налоговых льгот и государственных гарантий под кредиты и инвестиции для малых предприятий, основанных на прогрессивных технологиях.
6. Активизация вторичного фондового рынка с целью обеспечения ликвидности инвестиций в венчурный капитал и для того, чтобы дать возможность проинвестированным предприятиям получать дальнейшее инвестирование.
7. Снижение процентных ставок, так как инвестирование в венчурный капитал более привлекательно при низких процентных ставках, которые повышают ценность акционерного капитала и увеличивают вознаграждение.

8. Содействие повышению образования в области венчурной деятельности путем обучения специалистов в соответствующих бизнес – школах, а также университетах.
9. Воспитание венчурной культуры среди предпринимателей в малом и среднем бизнесе с тем, чтобы они привлекали рисковый капитал под перспективные проекты вместо того, чтобы полагаться на внутреннее финансирование или получение кредитов.
10. Финансовая поддержка в форме целевых грантов, а также налоговых льгот на исследования и разработки, которая может оказать помощь проектам на этапах идей и изготовления опытных образцов, когда перспективы получения коммерческих кредитов или венчурного финансирования не определены.
11. Поощрение более равномерного распределения активности рискового капитала по регионам, так как трудности, связанные с нахождением хороших предложений для инвестирования, которые испытывают многие венчурные капиталисты, могут быть частично вызваны географическим несоответствием между предложениями и потребностями в венчурном капитале, возникающем из-за концентрации рискового капитала и инвестиций в определенных регионах.
12. Разработка мер регулирования и контроля венчурного инвестирования.

Роль государства в регулировании венчурного инвестирования должна заключаться в создании правовых и экономических условий для формирования полноценной инфраструктуры российской венчурной индустрии.

В рамках формирования и развития российской системы венчурного инвестирования можно выделить следующие положения:

1. Регулирование осуществляется на базе совокупности экономических функций государства по отношению к тем или иным системам образования в экономике, в основе которых лежат общие функции государства. В их числе научно-аналитическая, нормативно-правовая, регулирующая, координирующая, управленческая, контрольная,

распределительная, организационная, стимулирующая, информационная, защитная;

2. В механизме государственного воздействия на развитие тех или иных систем должна быть реализована вся совокупность общих экономических функций в их конкретной модификации. Механизм регулирования процесса формирования национальной венчурной системы сводится к ограниченному кругу задач, при решении которых может быть реализована только часть функций государства. Эти задачи определены в проекте Федерального закона о венчурной деятельности, разработанного Национальным венчурным фондом:

- создание и развитие инфраструктуры венчурного бизнеса;
- обеспечение прогрессивных структурных преобразований в экономике;
- установление и реализация приоритетов государственной инновационной политики;
- обеспечение взаимодействий науки, образования, производства и финансово-кредитной сферы в развитии экономики, венчурной и инновационной деятельности. [10, с.6]

3. В условиях федерализации экономических отношений в России функции и задачи государства по отношению к системе венчурного инвестирования должны распределяться по двум уровням: а) функции и задачи федерального государственного центра; б) функции и задачи государственного воздействия на развитие венчурного капитала субъектов Федерации. Вопрос об их соотношении и согласовании нуждается в отдельном исследовании, но в качестве гипотезы можно сделать заключение, что однотипные функции двух уровней государственной власти должны быть согласованы в рамках разграничения полномочий по отдельным политикам. Объективным критерием такого разграничения можно считать наиболее результативное

согласованное воздействие на процессы формирования и развития национальной системы венчурного инвестирования;

4. Основные задачи государства в процессе создания и развития венчурной системы во многом предопределяются наиболее важными направлениями формирования национальной системы венчурного инвестирования.

Среди текущих задач инновационной политики государства можно выделить следующие:

- совершенствование механизмов стимулирования инновационного процесса;
- создание системы комплексной поддержки инновационной деятельности;
- развитие инфраструктуры поддержки инновационного процесса;
- развитие малого инновационного предпринимательства;
- совершенствование конкурсной системы отбора инновационных проектов и программ;
- поддержка приоритетных направлений науки, техники и технологии.

На прошедшем 27 июля 2010 года заседании Комиссии по модернизации и технологическому развитию экономики Дмитрий Медведев определил пять направлений развития рынка венчурного инвестирования:

Во-первых, в силу сложного перехода к инновационной экономике, а также высокого уровня риска, данные проблемы должны быть отражены в отечественном законодательстве.

Во-вторых, необходимо развивать систему экспертизы и сервисные услуги, востребованные бизнесом.

В-третьих, нужно расширить направления, которые финансирует Фонд содействия развитию малых форм предприятий, используя механизмы грантового и возвратного финансирования.

В-четвертых, провести работу по понижению регулятивной нагрузки на инвестиционные фонды, а также либерализация экспорта инновационной продукции.

В-пятых, обеспечение непрерывности работы всех звеньев инновационной цепочки, координацию действий институтов развития. [129, с.4-5]

Анализ зарубежного опыта законодательного регулирования венчурных инвестиций в инновационный сектор экономики позволяет сделать вывод о том, что в большинстве развитых стран не существует специального закона, регулирующего венчурное инвестирование. Данный способ инвестирования осуществляется в рамках общего законодательного регулирования инвестиционной деятельности.

Специальные (отдельные) законы, регулирующие венчурную деятельность, приняты лишь в Венгрии и Индии, в стадии разработки находится законопроект в Китае. Однако, со времени принятия в 1998 году Закона «О венчурной деятельности» в Венгрии вследствие крайне усложненной регламентации и избыточной императивности данного закона был учрежден всего один венчурный фонд, основанный частным лицом.

Наиболее развитая модель правового регулирования инноваций и инновационной деятельности сформировалась в США. Большая часть законодательных актов содержит положения о первостепенной роли науки и новаций, а также им отводится главенствующая роль в экономическом развитии страны. Основой для создания современной инновационной экономики США является Федеральный закон 1976 г. «О государственной научно-технологической политике, организации и приоритетах». Данный документ предусматривал особую роль федерального правительства в определении инновационной стратегии развития государства.

Один из основополагающих американских нормативных актов в этой области – Закон Стивенсона-Уайдлера 1980 г. «О технологических инновациях» - интересен данный документ тем, что регламентирует кооперацию между частными и государственными секторами в сфере разработки и производства наукоемкой продукции. Законом предусмотрено

создание на базе университетов и некоммерческих организаций - промышленно-технологических центров.

Примечательно, что американское законодательное регулирование инноваций, будучи весьма обширным, тем не менее, не имеет специальных законодательных актов по венчурной деятельности, а существующие правовые нормы нацелены в основном на осуществление государственной поддержки и предоставления налоговых льгот в данной области.

Государственное регулирование в свою очередь направлено на учреждение и выращивание малого инновационного предпринимательства путем рискованного инвестирования через выдачу субсидий с дополнением их рядом сопутствующих мер прямого и косвенного стимулирования. Для стимулирования инновационной деятельности правительство и парламент смягчили антитрестовское законодательство, ввели прямые кооперативные исследовательские соглашения между правительственными лабораториями и промышленными фирмами.

В Германии в рамках финансовой поддержки выступают государственные банки восстановления и поручительства. Они предоставляют средства в форме собственного и заимствованного капитала в фазе основания фирм, предоставляют дополнительные гарантии. Кроме этого, эти банки функционируют как кредитные учреждения и ликвидационные органы государственных паевых компаний и фондов. Государственные паевые общества концентрируют свое внимание, как правило, на малых и средних, а также технологически и инновационно ориентированных фирмах.

Анализ практики государственного регулирования ряда зарубежных стран в использовании венчурного капитала для обеспечения инновационного экономического роста позволяет сделать ряд выводов. Активное государственное вмешательство в процесс образования и использования венчурного капитала, особенно на начальном этапе формирования системы, необходимо. Но при этом следует соизмерять, сочетать как прямые, так и

косвенные методы, но при этом делается упор на развитие рынка венчурного капитала с его инфраструктурой. [77, с.173-174]

Основные задачи государства по созданию национальной системы венчурного инвестирования, конкретизирующие обоснованные выше основные направления ее создания.

*Задача 1* – формирование спроса на венчурный капитал путем содействия развитию инновационной активности малых, средних и крупных предприятий инновационного типа развития. В принятых правительствами программах развития инновационной деятельности предусмотрены прямые и косвенные инструменты, включающие: поощрение сотрудничества университетов и компаний, межфирменной кооперации, улучшения законодательной охраны интеллектуальной собственности, совершенствование информационного обслуживания и антимонопольного регулирования.

*Задача 2* – предполагает рост предложения венчурных инвестиций, разнообразия их источников и создание условий для участия в высокорисковой инвестиционной деятельности различных фондов, банков и прочих кредитных учреждений, корпораций, страховых компаний и т.п.

Для решения данной задачи у государства имеется ряд возможностей, таких как:

1) учреждение федеральных, межрегиональных и региональных венчурных фондов, а также участие в совместном с региональными органами, банками, крупными корпорациями создании фондов высокорискового инвестирования. В России в настоящее время кредитную поддержку субъектов малого предпринимательства осуществляет совокупность государственных фондов, включающая 75 региональных и более 170 муниципальных фондов.

2) активное использование государственного и муниципального имущества и государственной интеллектуальной собственности для ресурсного обеспечения венчурного предпринимательства, для развития венчурной системы. Например, в форме передачи помещений для венчурных фондов, предоставления ценных бумаг и различных видов интеллектуальной

собственности в качестве залога банкам при их кредитовании венчурных проектов, выступления соучредителем венчурных фондов с внесением своей доли в виде различных видов имущества и имущественных прав и т.д.

3) активное использование различных стимулов для побуждения разнообразных владельцев капитала к участию в деятельности венчурных фондов или прямом инвестировании инновационных предпринимательских проектов (налоговые льготы, в том числе инвестиционный налоговый кредит, государственные гарантии под кредиты малым инновационным венчурным предприятиям, гарантии под инвестиции в пакеты акций малых венчурных фирм, правительственные (на федеральном, региональном уровнях) гарантии для понижения риска, связанного с частными акционерными инвестициями в высокотехнологичные венчурные фирм и пр.)

4) Содействие в пропаганде опыта деятельности венчурных фондов, банков, корпораций в развитии венчурного инвестирования.

Решая задачу роста предложения венчурных инвестиций государство, должно руководствоваться потребностью полного инвестиционного обеспечения каждой стадии (чаще всего это стадия разработки, стартовая стадия и стадия ранней экспансии).

*Задача 3* – обеспечение оптимального, наиболее результативного соотношения спроса и предложения венчурных инвестиций путем развития инфраструктуры высокорискового инвестирования, создания конкурентных фондовых рынков для малых растущих высокотехнологичных инновационно-активных предприятий, формирования полноценного информационного обеспечения деятельности всех участников венчурного инвестирования, всех структур национальной венчурной системы, а также укрепление взаимодействия и пропорционального развития венчурного капитала и инновационного бизнеса. Эта задача нашла отражение в проекте Концепции развития венчурной индустрии в России (государственной системы стимулирования венчурных инвестиций).

Поучительной для России является и практика деятельности голландского агентства по технологиям и экспорту SENTER, свидетельствующая об эффективности поддержки государством развития научно-технической и венчурной инфраструктуры. Основными инструментами поддержки инновационных предприятий являются: 1) субсидии для исследования и ОКР. Процент субсидий зависит от стадии разработки. Шансы заявителя получить субсидии – в среднем около 50%. 2) рискованные кредиты для внедрения технологических инноваций. Кредит возвращается в случае коммерческого успеха проекта, в противном случае кредит прощается. 3) налоговые льготы инновационным компаниям в виде скидки с налога на зарплату каждому работнику, занимающемуся НИОКР (скидка достигает 40%, а для начинающих инновационных фирм – до 60%). 4) информационные услуги по поиску партнеров как внутри страны, так и за рубежом. 5) помощь инновационным фирмам в подготовке предложений и заявок в научно-технические фонды Европейского союза. Подобное инфраструктурное образование было бы полезно и в России, но сконструировать с учетом особенностей российской экономики. [77, с.181-182]

В развитии индустрии венчурного капитала важное место принадлежит конкретным фондовым рынкам для малых и растущих инновационных компаний. Данные рынки крайне необходимы для обеспечения “выхода” венчурного капитала из проекта и возврата его в возросшем объеме к своим владельцам или их уполномоченным структурам – венчурным фондам.

Серьезной проблемой, требующей особого внимания государства, является взаимозависимость, пропорциональность развития венчурного капитала и инновационного производства. Для современных условий поиска путем перехода России к устойчивому экономическому росту важен не просто рост венчурной активности, рост венчурного капитала, а их влияние на активизацию прежде всего научно-технической инновационной деятельности в экономике страны, регионов, высокотехнологичном комплексе, отдельных его отраслях.

Оптимальным критерием пропорциональности развития венчурного капитала и инновационной деятельности в стране, регионе может служить методологический принцип полной востребованности венчурных инвестиций научно-технической и инновационным видам деятельности. По некоторым данным в России только 1% венчурных инвестиций идет в high – tech.

*Задача 4* – развитие кооперации и интеграции в научно-технической и инновационной деятельности, а также взаимодействие всех источников капитала. Государство играет значительную роль в создании смешанной частно - государственной информационной инфраструктуры.

В Германии, Дании, Нидерландах, Финляндии важнейшими ее составляющими являются организации по прикладным исследованиям. К другим элементам инфраструктуры, предназначенным для стимулирования инновационных процессов, можно отнести научные парки, новые технологичные стандарты, кластерные проекты, а также региональные центры коммерческой реализации изобретений, способные осуществлять соответствующие маркетинговые мероприятия.

При решении задачи кооперации и интеграции целесообразно использовать дифференцированный подход по отношению к отдельным структурам национальной венчурной системы, процессам ее формирования и развития. Здесь необходимы три подхода. Первый связан с содействием государства созданию отсутствующих в данный период звеньев венчурной системы. Второй подход направлен на укрепление слабых звеньев в этой системе и отдельных ее подсистем. Третий подход должен предусматривать устранение недостатков, мешающих различным элементам национальной системы венчурного инвестирования скоординировано взаимодействовать друг с другом. Разобщенность между различными блоками и элементами системы, между учреждениями НИОКР и промышленностью, между источниками венчурного капитала и малым бизнесом, несогласованность внутри НИОКР, отсутствие интеграции между наукой, образованием и рынком, а также между самими венчурными фирмами действующими разрушающе на процесс научно-

технического и инновационного развития на основе венчурного капитала, резко снижая эффективность использования ресурсов. [20, с.61-71]

*Задача 5* – усиление роли региональных органов власти и межрегионального сотрудничества в развитии научно-технической и инновационной деятельности и высокорискового инвестирования. Решение данной задачи в становлении системы венчурного инвестирования особенно важно в России в условиях преобразования ее федеративных отношений. В США, например, обеспокоенность тенденцией ослабления конкурентоспособности национальной промышленности в 70-е годы привела в последующем к передаче штатам исключительной ответственности за поддержание экономического роста собственного бизнеса, развитие инфраструктуры.

Программа предоставления стартового («семенного») капитала организуется правительством и направлена на предоставление начального капитала для предпринимателей приоритетных отраслей для финансирования самых ранних этапов создания фирмы: разработку рабочей модели предприятия и делового плана коммерческой деятельности, проведения анализа рынка, подбор состава управления. На программу ежегодно ассигнуется 1% средств пенсионных систем штата. Кредиты предоставляются на коммерческих условиях; сумма кредита не может превышать определенную сумму.

Рассмотренные и обоснованные задачи государства по формированию национальной системы венчурного инвестирования являются комплексными, т.е. объединяющими в себе ряд более конкретных задач и направлений. Кроме того, исследования показывают, что государственные органы призваны решать и ряд других, более частных задач, обусловленных особенностями периода экономической трансформации России, отдельных ее регионов, уровнем связей с мировым хозяйством и другими причинами.

Государственная поддержка играет существенную роль в сфере венчурного инвестирования. Выделенные выше задачи государства в этом процессе не сводятся к замещению, а тем более вытеснению, частного

венчурного капитала. Напротив, государство, создавая, реализуя и совершенствуя систему мер государственной поддержки инвестиционных рынков в целом и венчурного капитала в частности, выполняет организационную и стимулирующую функцию. При этом роль государства не ограничивается лишь созданием специальных государственных венчурных фондов и предоставлением финансовой поддержки. Государство должно создавать благоприятные, непротиворечивые, необременительные правовые условия для стимулирования развития рынка частного венчурного капитала.

Государственная поддержка венчурного инвестирования может осуществляться в двух формах:

1. Опосредованного содействия: разработка специального гражданско-правового регулирования венчурной инвестиционной деятельности; создание системы налоговых льгот и иных правовых условий налоговой привлекательности венчурного бизнеса. При этом важно не допустить дисбаланса в предоставлении налоговых льгот, поскольку не только венчурные инвесторы нуждаются в налоговых благоприятствованиях, для инвестора также важна способность инвестиционного проекта принести налоговые преимущества. Соответственно, налоговое регулирование должно учитывать интересы всех участников венчурного инвестиционного процесса, что требует совершенствования инновационной правовой политики и законодательства;
2. Непосредственного содействия, которое включает в себя развитие прямых форм государственной поддержки венчурного инвестирования, прежде всего, путем финансирования из бюджетных средств венчурных инвестиционных проектов.

Перечень форм и методов государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, в том числе и венчурной деятельности, установлено Федеральным законом «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации,

осуществляемой в форме капитальных вложений». Все формы и методы, названные в этом Законе, делятся на две группы:

1. создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем совершенствования системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений; установления субъектами инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера; защиты интересов инвесторов; предоставления субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству РФ; создания возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов и др.
2. прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых Российской федерацией совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета; размещения средств федерального бюджета для финансирования проектов в порядке, предусмотренном законодательством РФ о размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд; проведения экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством РФ; защиты российских организаций от поставок морально устаревших и материалоемких, энергоемких и ненаукоемких технологий, оборудования, конструкций и материалов и др.

Все формы и методы государственного воздействия можно условно подразделить на постоянные и временные, они могут быть использованы дифференцированно, при этом учитывается особенность отрасли, этап

венчурного инвестирования. Стимулируются прежде всего наиболее активные инвесторы, которые выступают на ранних стадиях инвестирования. При этом государственные органы учитывают не только нежелание частного капитала, финансовых институтов (банки, страховые компании, фонды и пр.) рисковать, но и возможность получить в госбюджет большой возврат средств, вложенных в венчурные предприятия.

Во всей совокупности форм и методов государственного воздействия на развитие системы высокорискового инвестирования большое место занимают различные налоговые льготы как наиболее результативные, характерные для смешанной экономики.

Перспективным направлением решения задачи государства по усилению роли регионов в развитии инновационной и венчурной инвестиционной деятельности является развитие межрегионального взаимодействия и интеграции в наращивании мощности потока высокорискового инвестирования. Примером использования данного направления (в определенной мере) может служить практика ЕС. В связи с глобализационными процессами поддержка инноваций, венчурного инвестирования выходит за национальные и региональные границы, формируются новые механизмы межрегионального и межнационального сотрудничества по созданию системных инноваций. Европейская комиссия разработала схемы, которые призваны облегчить доступ малых инновационных предприятий к венчурному капиталу в различных странах Европы и их регионах. Для этого используются: а) создание компаний венчурного капитала совместно с ЕС, региональными органами власти, различными ведомствами; б) формирование фондов участия также на софинансировании; в) предоставление кредитов участниками фондов; г) выделение грантов компаниям венчурного капитала; д) создание гарантийных фондов; е) разработка схемы поддержки инновационных предприятий, находящихся на стадии становления.

Есть примеры активной деятельности региональных органов государственной власти по развитию венчурного инвестирования и в России.

В Санкт – Петербурге был принят ряд законов (закон о государственной поддержке инвестиций, закон об инвестициях в недвижимость, закон о налоговых льготах), которые предоставляют инвесторам существенные льготы в части налогов на землю, на прибыль, на имущество.

С целью повышения привлекательности Санкт – Петербурга как объекта венчурных инвестиций в наукоемкое производство ведется работа по созданию: регионального фонда технической поддержки инвестиций в инновационные предприятия – для изучения предлагаемых сделок, проведения экспертизы при принятии решения об инвестиции, консультационного содействия (маркетинг, правовые, финансовые и экономические консультации и т.д.) после осуществления в компании инвестиций; стартового фонда – для инвестирования в технологические компании на ранней стадии их развития в целях подготовки этих компаний к незначительно более крупным инвестициям их других источников. [77, с.190]

В настоящее время в шести субъектах РФ создаются региональные венчурные фонды при софинансировании из федерального и регионального бюджетов в рамках программ государственной поддержки малого и среднего бизнеса. Например, в Приангарье планируется создание венчурного фонда и региональным властям уже удалось заручиться поддержкой Европейского исследовательского центра технологий и инвестиций (European Technology and Investment Research Center, ETIRC). Создание фонда планируется в рамках господдержки малого и среднего бизнеса, возможно с участием капитала Российской венчурной компании. [170]

Интерес к созданию региональных отделений выразили руководители пяти регионов – Саратовского, Новгородского, Самарского, Нижегородского и республики Татарстан. Однако, в связи с тем, что Венчурный Фонд вместо обещанных 100 млн. руб. государственных вложений получил со значительной задержкой только 50 млн. руб., создание региональных венчурных фондов замедлилось. Только в октябре 2001 г. было объявлено формировании трех региональных фондов – в Москве, Дубне и Томске.

К сожалению, это лишь отдельные положительные примеры. Анализ показывает, что большинство субъектов Российской Федерации (их властные органы) практически не участвуют в формировании системы высокорискового инвестирования в России.

Очень осторожно следует подходить к прямому участию государства в финансировании конкретных фирм и проектов венчурного инвестирования. Здесь следует соблюдать особые пропорции софинансирования.

Для запуска венчурной системы могут быть использованы механизмы государственно-частного партнерства. Их цель – появление прибыльного и самоподдерживающегося сектора венчурных инвестиций, ориентированного на сектор малых инновационных предприятий.

Механизм государственно-частного партнерства в венчурном бизнесе состоит в долевом участии государства в венчурных фондах напрямую или через посредничество «фонда фондов», а также в финансовом содействии частным венчурным фондам и инновационным компаниям. Кроме того, государству следует готовить компании для венчурных инвесторов, финансируя их на «посевной» стадии. И, наконец, частично в ведении государства может находиться и создание венчурной инфраструктуры: подготовка инновационных менеджеров, организация центров обучения предпринимателей венчурной культуре, проведение венчурных ярмарок – места встречи инвесторов и компаний, желающих привлечь средства.

Перечислим различные инструменты стимулирования венчурного инвестирования с участием государственных средств:

1. Венчурные фонды со 100%-ным участием государства.
2. Государственные «посевные» фонды, ориентированные на самую рисковую стадию бизнеса – seed.
3. Частно-государственные венчурные фонды, где участвует как государственный, так и частный капитал, управление осуществляется частными УК, а государство выступает в роли со-инвестора.

4. Государственный «фонд фондов» - агент государства при соинвестировании в государственно-частные фонды (доля «фонда фондов» в венчурном фонде может составлять до 40-50%).
5. Софинансирование инновационных компаний, привлечших частного венчурного инвестора (в виде грантов и возвратных средств).
6. Налоговые льготы на прибыль с капитала для венчурных инвесторов, а также благоприятный с налоговой точки зрения процесс вложения средств в инновационные компании.

Для России формы активной государственной поддержки создания системы венчурного инвестирования в стране и ее регионах, связаны со снижением «цены» капитала и облегчением доступа к нему. В этой ситуации наиболее результативными будут следующие мероприятия:

- а) прямое предложение венчурного капитала либо путем создания венчурных фондов со 100-процентным государственным капиталом или так называемых гибридных фондов, где определенная доля капитала предоставляется частным сектором. Такая мера государственной политики особенно актуальна для поддержки технологического бизнеса «посевной» и «стартовых» стадиях;
- б) финансовые стимулы для инвесторов в форме налоговых льгот (прежде всего по налогу на увеличение рыночной стоимости капитала) и государственных гарантий для малых фирм, основанных на новых технологиях;
- в) предоставление разнообразных льготных ресурсов: технологических, информационных, интеллектуальных, кадровых, образовательных услуг и пр.

К способам участия государства можно отнести:

- Нормативно-правовое регулирование (создание адекватной юридической структуры, определение круга инвесторов венчурных фондов и др.);
- Содействие формированию инфраструктуры (производственно-технологический сектор, финансовый сектор,
- «контактный» сектор и др.);

- Формирование благоприятной психологической среды (демонстрация готовности разделить риски с частными инвесторами, пропаганда предпринимательства). [46, с.29-34]

Важной составной частью механизма государственной политики по формированию национальной венчурной системы являются специальные структуры управления реализацией этой важнейшей приоритетной программы в создании и развитии национальной инновационной системы. Например, все меры государства по формированию и стимулированию венчурных фондов и фирм в США осуществляются под эгидой специальных агентств экономического инновационного развития штатов, муниципалитетов и округов.

На реализацию механизма поддержки инноваций в российской экономике из Инвестиционного фонда федерального бюджета РФ было в общей сложности выделено: 5 млрд. руб. в 2009 г., 10 млрд. руб. в 2010 г. Вливание столь значительных бюджетных средств в сферу финансирования частного бизнеса требует четкого соблюдения государственных интересов. Участие в совете директоров венчурных фондов государственных служащих гарантирует при принятии этими фондами инвестиционных решений максимальное соблюдение стратегических интересов страны. На основе такой формы государственно-частного партнерства должен быть получен сбалансированный пакет управленческих решений, когда ни одна из сторон (государство и частные инвесторы) не сможет осуществлять процесс инвестирования исключительно в своих интересах.

Выделение значительных государственных средств для «раскрутки» механизма венчурного финансирования не означает, что эти средства могут быть получены потенциальными соискателями на неких «облегченных» условиях. Для получения устойчивого доступа к системе венчурного финансирования необходимо:

- наличие передовой, не имеющей мировых аналогов технологии или разработки, оцениваемой как минимум по одному из следующих критериев: новизна продукта, экономичность технологии производства,

использование нового, более дешевого сырья, резкое снижение энергоемкости производства и использования; повышенная экологичность;

- наличие высокотехнологичного ноу-хау, связанного, например, с программным продуктом, оригинальной бизнес-идеей и т.п.;
- устойчивое увеличение рыночных продаж, перспективы дальнейшего роста контролируемого сегмента рынка в сочетании с эксклюзивным конкурентным преимуществом, обусловленным внутренними факторами компании. [112, с.52-65]

### **3.2. Меры государственной поддержки венчурного инвестирования инновационной деятельности**

Распространение малых и средних предприятий в качестве организационных структур, способствующих развитию современной экономики, привели правительства индустриальных стран к решению ввести комплекс изменений, поощряющих деятельность таких фирм и облегчающих их налоговое бремя.

Несмотря на общее снижение налогового бремени на малый и средний бизнес, центральной проблемой венчурных фирм во многих странах на сегодняшний остается изыскание средств для финансирования своей деятельности.

У налоговой системы есть два существенных для инвестора измерения: собственно налоговая нагрузка (величина эффективной налоговой ставки) и стабильность налоговой системы. Основная негативная характеристика российской налоговой системы заключается, в основном, не столько в ее высоком уровне налогообложения, сколько в сочетании высокого уровня налоговых ставок (особенно доли налогов в цене) с отсутствием стабильности налогообложения на весь срок реализации инновационных проектов. В свою очередь, инновационные проекты требуют долгосрочных инвестиций, так как

доходы, получаемые от данных проектов, предполагают доходы будущих периодов.

В большинстве стран (США, Япония, странах ЕС и в России до недавнего времени) используются методы налогового стимулирования инновационной деятельности, основанные на так называемых «поточковых» типах налоговых систем. Эти системы базируются на налогообложение фактических объемов производства, реализации продукции, доходов и потребления. По мнению многих экономистов, такой тип налоговой системы имеет два существенных недостатка:

- Во-первых, он предусматривает высокую степень государственного контроля, особенного налогового администрирования, над хозяйственной деятельностью;
- Во-вторых, он сформировался в эпоху расцвета индустриального общества, в котором доминировало национальное производство, а масштабы внешней торговли и международного движения капитала были относительно небольшими.

В силу указанных недостатков многие страны перешли к широкому использованию налогов с конечного потребителя, снижая нагрузку на предпринимательскую деятельность и доходы с капитала. Основной упор делается, как правило, на налог с добавленной стоимости, акцизы, таможенные пошлины. Однако, такая практика приносит плоды лишь при наличии мощной системы налогового и таможенного контроля, способной воспрепятствовать возникновению «теневого сектора» в крупных масштабах.

Однако, стоит отметить, что система налогообложения преимущественно конечного потребителя имеет свои недостатки для инновационной деятельности, особенно ярко проявляющиеся в отсутствии развитой системы господдержки. Так, в частности, практика взимания налога на добавленную стоимость (НДС) в российских условиях не стимулирует инновационную активность, поскольку инновационная продукция, как правило имеет достаточно длительный срок разработки и изготовления, что требует ее

авансирования со стороны ее потребителей. В то же время суммы, полученные в порядке авансовых платежей и поступающие на расчетный счет, подлежат обложению НДС еще до поставки товаров или выполнения работ. В ситуации нехватки собственных средств у инновационных предприятий и крайне ограниченных возможностей заказчиков по авансированию инновационной деятельности такой порядок не выгоден ни той, ни другой стороне. Поэтому целесообразно исключать из обложения НДС средства, направляемые на авансирование инновационной деятельности.

В соответствии с Федеральным законом от 19 июля 2007 года №195-ФЗ не подлежит налогообложению НДС реализация (а также передача, выполнение, оказание для собственных нужд) на территории Российской Федерации исключительных прав на изобретения, полезные модели, промышленные образцы, программы для электронных вычислительных машин, базы данных, топологии интегральных микросхем, секреты производства (ноу-хау), прав на использование указанных результатов интеллектуальной деятельности на основании лицензионного договора. [8, ст.139]

В соответствии с изложенным льгота распространяется как на реализацию исключительных прав на перечисленные в статье 149 пункте 2 НК РФ объекты интеллектуальной собственности по договорам об отчуждении исключительных прав, так и на реализацию прав на использование указанных объектов по лицензионным договорам.

Следует отметить, что данная норма является актуальной в случае ликвидации либо реорганизации предприятия-правообладателя, так как способствует развитию инновационной деятельности другого предприятия.

Согласно пункту 3 статьи 149 НК РФ не подлежат налогообложению на территории Российской Федерации выполнение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ за счет средств бюджетов, а также средств Российского фонда фундаментальных исследований, Российского фонда технологического развития и образуемых для этих целей в соответствии с законодательством Российской Федерации внебюджетных фондов

министерств, ведомств, ассоциаций; выполнение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ учреждениями и научными организациями на основе хозяйственных договоров.

Основные проблемы по применению данной нормы связаны с определением научной организации, вопросами подтверждения выполнения НИОКР за счет средств бюджетов, а также с толкованием договоров, на основании которых выполнялись работы. Так, согласно Письму Федеральной налоговой службы РФ от 15 марта 2006 года № ММ-6-03/274, по учреждением науки (научной организацией), в том числе в целях применения НДС, понимается организация любой формы собственности и ведомственной принадлежности, подтвердившая в указанном порядке факт осуществления в качестве основной деятельности научно и (или) научно-технической деятельности. [170, с.74]

Так же не подлежат обложению НДС операции по выполнению организациями научно-исследовательских, опытно-конструкторских и технологических работ, относящихся к созданию новой продукции и технологий или к усовершенствованию производимой продукции и технологий.

В настоящее время все организации и индивидуальные предприниматели, осуществляющие НИОКР (занимающиеся инновационной деятельностью), имеют право на освобождение НДС. Основание для применения налоговой преференции является научно-исследовательский характер работ. Однако, для подтверждения права на льготу по НИОКР одного договора и спецификаций недостаточно, необходимо также представить акты выполнения работ и копии платежных поручений, подтверждающих перечисление денежных средств заказчиком на выполнение НИОКР. При таких условиях отношения налогоплательщика с налоговым органом будут максимально формализованы, что снижает риски государства и налогоплательщиков по процедуре налогового администрирования НДС.

Применительно к области венчурного инвестирования по налогу на прибыль организаций следует отметить, что при определении налоговой базы по данному налогу не учитываются:

- доходы в виде средств, полученных из Российского фонда фундаментальных исследований, Российского фонда технологического развития, Российского гуманитарного научного фонда, Фонда содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, Федерального фонда производственных инноваций, а также из иных фондов поддержки научной и научно-технической деятельности, зарегистрированных в порядке, предусмотренном Федеральным законом от 23 августа 1996 года № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике» по перечню, утвержденному Правительством России;
- расходы в виде сумм отчислений в Российский фонд фундаментальных исследований, Российский гуманитарный научный фонд, Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, Федеральный фонд производственных инноваций, Российский фонд технологического развития, а также в иные отраслевые и межотраслевые фонды финансирования научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, зарегистрированные в порядке, предусмотренном Федеральным законом от 23 августа 1996 года № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике», сверх сумм отчислений, предусмотренных пунктом 3 статьи 262 НК РФ;
- расходы на НИОКР: отчисления на формирование отраслевых и межотраслевых фондов финансирования НИОКР, в пределах 1.5% валовой выручки организации;
- амортизация по основным средствам, используемым только в научно-технической деятельности, начисляется с применением повышающего коэффициента.

Следует понимать, что ускоренная амортизация с экономической точки зрения сама по себе не является механизмом налогового стимулирования, а представляет собой лишь способ снижения убытков организации от инфляции – сумма начисленной за несколько лет амортизации основных средств значительно меньше их стоимости в год их приобретения. В мировой налоговой практике известны случаи списания капитальных затрат на НИОКР в год приобретения основных средств.

Также инструментом поддержки инновационного сектора, который будет реализован в ближайшее время, является снижение на продолжительный период (до 2015 года, а для отдельных категорий – до 2020 года) совокупного тарифа страховых взносов для отдельных категорий плательщиков до 14% в пределах страховаемого заработка. При этом уплату взносов по полной ставке за указанных плательщиков предлагается осуществить за счет средств из федерального бюджета.

Прежде всего указанная льгота будет предоставлена тем плательщикам взносов, которые осуществляют деятельность в инновационных отраслях и которые до отмены единого социального налога пользовались пониженными ставками либо льготными шкалами ставок указанного налога. Речь идет об организациях и индивидуальных предпринимателях, имеющих статус резидента технико-внедренческой особой экономической зоны и производящих выплаты физическим лицам, работающим на территории технико-внедренческой особой экономической зоны, а также об организациях, осуществляющих деятельность в области информационных технологий. При этом для последней категории в целях администрирования льгот будет сохранен действующий механизм государственной аккредитации, а также набор условий для предоставления льготы.

Временное применение пониженной ставки взносов будет распространено и на другие категории плательщиков, осуществляющих деятельность в инновационной сфере. В частности, речь идет об организациях, созданных в соответствии с Федеральным законом от 2 августа 2009 года

№217-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам создания бюджетными научными и образовательными учреждениями хозяйственных обществ целях практического применения (внедрения) результатов интеллектуальной деятельности», а также об организациях, которые осуществляют не только экспорт программного обеспечения, но и его поставку на внутренний рынок.

Проводимая реформа налогообложения направлена на устранение недостатков, однако многие новации, больно ударили по наименее защищенным и наиболее активным субъектам научной и инновационной деятельности.

С целью устранения налоговых барьеров, препятствующих развитию и функционированию рынка венчурного капитала государство проводит ряд соответствующих мероприятий:

1. Формирование благоприятного налогового климата для деятельности малого инновационного бизнеса.
2. Формирование благоприятного налогового климата для венчурных инвесторов.
3. Формирование благоприятного налогового климата для венчурных фондов.

На сегодняшний день в России отсутствует оптимальная форма юридического лица, предусматривающая наиболее удобные условия взаимодействия инвесторов, управляющих компаний фонда и портфельных компаний. Ни одна из используемых сегодня юридических форм в России – простое товарищество, ЗАО, или паевой инвестиционный фонд – неудобная для максимально эффективной деятельности венчурных инвесторов, создающих фонды в российской юрисдикции. Имеющиеся варианты создания венчурного фонда в виде закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФ) или простого товарищества (т.е. без образования юридического лица) позволяют легитимно избежать двойного налогообложения. Однако они не лишены недостатков. Так, например, участие физических лиц в венчурном инвестировании возможно при

создании венчурного фонда в форме простого товарищества и при условии регистрации физического лица в качестве индивидуального предпринимателя, так как для создания фонда должен быть заключен договор простого товарищества на ведение предпринимательской деятельности, а участие в нем разрешено только индивидуальным предпринимателям и коммерческим организациям.

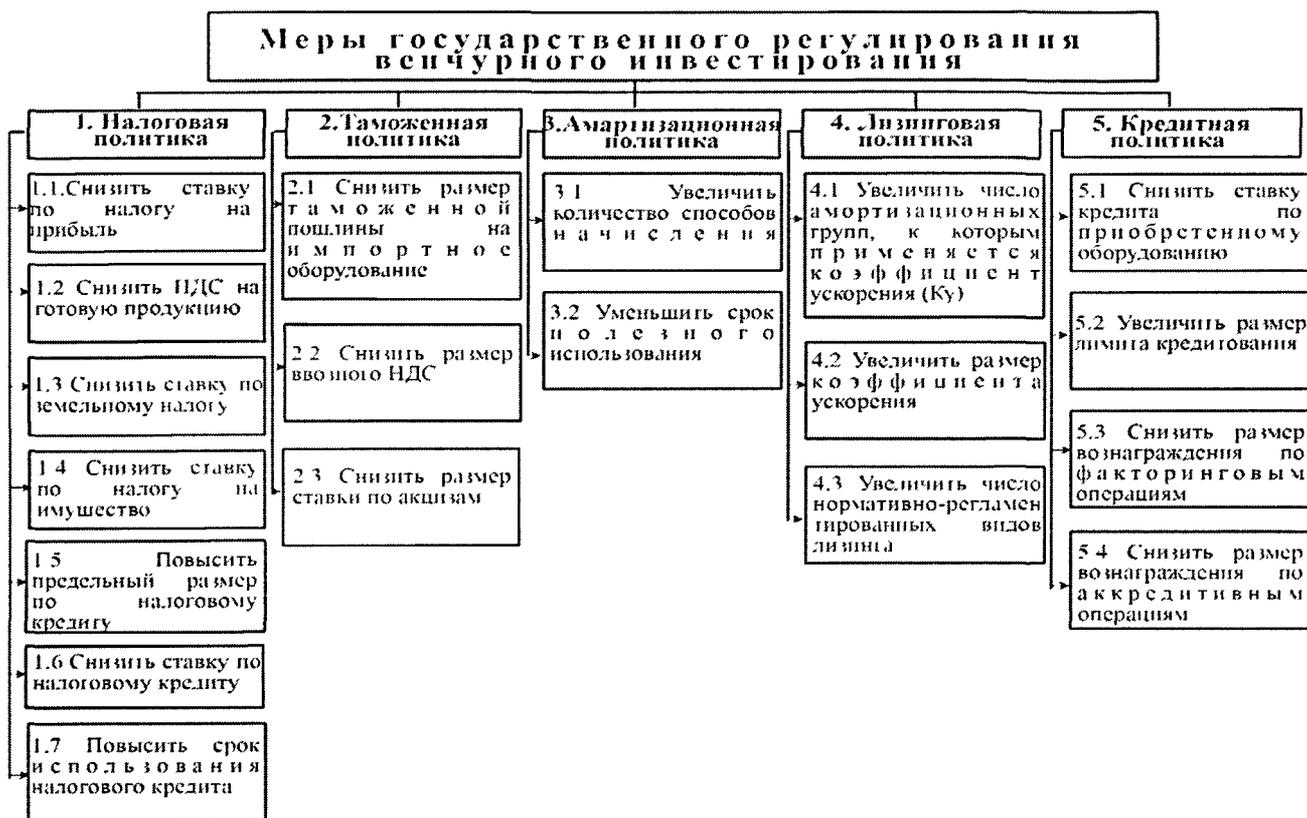
Таким образом, по мнению автора, в российское корпоративное законодательство необходимо ввести такую организационно-правовую форму, которая будет адекватно отражать специфику создания и деятельности венчурного фонда как отдельного вида юридического лица. [12, с.85-89]

Создание благоприятных условий налогового администрирования имеет особое значение для инновационных компаний. С учетом высокой мобильности капитала в этой сфере, в первую очередь, важно обеспечить конкурентоспособность российской налоговой системы в отношении инновационных компаний (хотя повышение качества налогового администрирования является актуальной задачей для всех налогоплательщиков). Это предполагает внедрение как новых инструментов налогового администрирования (создания специальных инспекций для инновационных организаций, переход к обслуживанию налогоплательщиков в электронной форме, снижение периодичности и сроков проведения проверок, единое окно постановки на учет и подачи деклараций по всем налогам), так и использование неформальных инструментов и регламентов (особый отбор сотрудников, добросовестное исполнение обязанностей по информированию налогоплательщиков о способах исполнения законодательства о налогах и сборах, отсутствие очередей, удобные часы работы инспекций и т.д.).

Роль государства в регулировании венчурного инвестирования должна заключаться в создании правовых и экономических условий для формирования полноценной инфраструктуры венчурного инвестирования.

В связи с этим автором предложен комплекс мер, позволяющий регулировать механизм венчурного инвестирования инновационной деятельности со стороны государства. Данные меры позволят:

1. Решить вопросы, связанные с налогообложением. Наряду с предоставлением налоговых льгот и преференций, необходимо снижение налоговой нагрузки по налогу на прибыль организаций, налогу на добавленную стоимость, налогу на имущество, земельному налогу.



**Рис. 2.8** Комплекс мер государственного регулирования венчурного инвестирования в инновационной сфере

Подобная мера, не только не снизит размер налоговых платежей, а наоборот увеличит и даст возможность высвободить часть капитала для реализации новых проектов или расширения уже имеющихся. Использование налогового кредита и изменение сроков его использования также позволит уменьшить налоговые платежи. Российское законодательство не предусматривает каких-либо льгот по налогу на прирост капитала, что в значительной степени тормозит рост малого и среднего бизнеса.

Государству следует расширять рамки деятельности малого и среднего бизнеса. Учитывая, что не всякий бизнес способен развиваться (давать прирост оборота) с такой же динамикой, как это делают компании, получившие венчурные инвестиции, представляется целесообразным дополнить главы Налогового кодекса РФ, регулирующие вопросы специальных налоговых режимов, предусмотренных для налогообложения малого бизнеса, таким образом, чтобы малое предприятие при получении существенного годового прироста оборота имело бы возможность сохранить упрощенную систему налогообложения.

Также следует рассмотреть вопрос о расширении перечня расходов, которые налогоплательщики, ведущие инновационную деятельность, в том числе, применяющие упрощенную систему налогообложения, могут принимать в уменьшении доходов при исчислении налога на прибыль организаций. Кроме того, руководствуясь примером ряда западных стран, следует рассмотреть возможность применения специального амортизационного режима расходов, направляемых на инновационную деятельность.

2. В области таможенной политики также необходимо регулировать нормы, связанные с налогообложением, в частности, снизить размер таможенной пошлины на импортное оборудование, снизить размер ввозного НДС, ставок по акцизам при вывозе продукции.

3. Кроме того необходимо не только ввести возможность ускоренной амортизации основных средств с помощью немедленного списания на расходы 10% (30% для 3-7 амортизационных групп) первоначальной стоимости основных средств, но и уменьшить срок полезного использования. Во многих странах устанавливаются льготные нормы для амортизации расходов на научное оборудование, они бывают более благоприятными по сравнению с амортизацией других видов оборудования. Помимо стимулирующего значения указанные нормы способствуют поддержанию конкурентоспособности самих научных исследований и разработок.

Амортизационная политика предусматривает применение нелинейного и линейного метода начисления амортизации и часто возникает вопрос о выборе наиболее приемлемого способа расчета износа основных средств. Так например, при действующих экономических параметрах нелинейная амортизация объектов всегда выгоднее линейной, особенно, если организация не имеет на своем балансе основных средств, попадающих в 8-10 группы. Если предприятие имеет на балансе разные основные фонды, включая средства из 8-10 групп, то ведение нелинейной схемы амортизации по-настоящему оправдывает себя только для основных фондов с периодом эксплуатации в 7-8 лет; для оборудования с более длительным жизненным циклом стоит использовать линейную схему амортизации для облегчения бухгалтерского учета.

Таким образом, государству имеет смысл отказаться от применения нелинейной схемы амортизации, заменив повышенную норму нелинейной амортизации сокращением нормативного срока эксплуатации основных средств в рамках линейного метода начисления амортизации. При дальнейшем же применении нелинейной схемы амортизации имеет смысл отменить действующий запрет на ее использование в 8-10 группах, так это препятствует унификации учета на многих предприятиях. При необходимости со стороны государства предприятию могут быть предоставлены амортизационные льготы, например, двойная норма амортизации в первый год работы основного средства.

Во многих странах устанавливаются льготные нормы для амортизации расходов на научное оборудование. Они бывают более благоприятными по сравнению с амортизацией других видов оборудования. Помимо стимулирующего значения указанные нормы способствуют поддержанию конкурентоспособности самих научных исследований и разработок.

4. В области лизинговой политики предлагается увеличить число амортизационных групп, по отношению к которым применяется коэффициент

ускорения, также увеличить непосредственно размер коэффициента ускорения и увеличить число нормативно-регламентированных видов лизинга.

5. Так как наряду с множеством различных источников финансирования кредит играет немаловажную роль, необходимо со стороны государства в области кредитной политики внести следующие поправки: снизить ставку кредита по приобретению оборудования, что даст возможность малым и средним инновационным компаниям начать производство в полном объеме и снизить издержки по кредиторской задолженности. Увеличить размер лимита кредитования, снизить размер вознаграждения по факторинговым и аккредитивным операциям.

Таким образом, перечисленные меры позволят увеличить привлекательность инновационного предпринимательства, с точки зрения получения прибыли и снижения издержек производства. Инновационной составляющей данного подхода является применение в совокупности всех предложенных мер, что обеспечит инвестиционную привлекательность российских инновационных компаний, как со стороны отечественных, так и зарубежных инвесторов и повысит их конкурентоспособность в условиях обновления российской экономики.

Российским правительством уже принят ряд мер в области законотворчества (поправки к закону об инвестиционных фондах, подготовка закона об акционерных соглашениях и др.), направленных на создание правового поля, адекватного сущности прямого и венчурного инвестирования. Федеральным законом №195-ФЗ, принятым 19 июля 2007 года, внесены изменения в законодательство в целях создания благоприятного налогового окружения для осуществления инвестирования инновационной деятельности. С 1 января 2011 года вступили в действие поправки во вторую часть Налогового кодекса РФ, стимулирующие развитие инновационной сферы.

В соответствии с данными поправками планируется освобождение от налогообложения доходов от реализации ценных бумаг, обращающихся на организованных рынках и находящихся в собственности лица не менее 5 лет.

Введение данного освобождения предполагается распространить на ценные бумаги, приобретенные начиная с 2011 года. Указанная мера позволит небольшим инновационным компаниям привлекать долгосрочные инвестиции на более выгодных условиях.

Необходимо обеспечить возможность беспрепятственного перехода на упрощенную систему налогообложения создаваемых при ВУЗах малых внедренческих предприятий.

Также в связи с созданием технопарка «Сколково» предполагается разработка специальных мер, связанных с налогообложением и обложением страховыми взносами на обязательное пенсионное, медицинское и социальное страхование, для инновационных компаний, осуществляющих деятельность в данном технопарке. В частности, помимо уже существующих и предлагаемых в настоящий момент налоговых льгот участники технопарка получают возможность использования следующих преимуществ в области налогообложения:

- освобождение от уплаты налога на прибыль организаций, налога на имущество организаций и земельного налога;
- уплата страховых взносов на обязательное пенсионное, социальное и медицинское страхование по совокупному тарифу 14% с компенсацией разницы до 34% за счет федерального бюджета;
- применения освобождения от уплаты налога на добавленную стоимость по выбору налогоплательщика.

Право на применения специального налогового режима получают организации в течение 10 лет с момента регистрации в качестве участника «Сколково» при условии, что размер выручки от реализации товаров (работ и услуг, имущественных прав), а также внереализационных доходов такого участника не превышает 1 млрд. руб. в год.

При превышении этого предельного размера выручки в размере 1 млрд. руб. в год до истечения 10-летнего срока с момента регистрации участник получает право на освобождение от налогообложения налогом на прибыль

организаций прибыли в размере, не превышающем 300 млн. руб. нарастающим итогом с момента применения указанного освобождения. Право на освобождение от налогообложения налогом на прибыль организаций прибыли в размере не превышающем 300 млн. руб. получают также участники «Сколково», которые не воспользуются правом на применение специального налогового режима. Возможность выбора режима налогообложения НДС будет предоставлена налогоплательщикам однократно, при регистрации в качестве участников технопарка.

Также разработаны основные направления налоговой политики Российской Федерации на 2011 и на плановый период 2012 и 2013 годов, которые предусматривают составление проекта федерального бюджета на очередной финансовый год и двухлетний плановый период. Основные направления налоговой политики являются одним из документов, который необходимо учитывать в процессе бюджетного проектирования как при планировании федерального бюджета, так и при подготовке бюджетов субъектов Российской Федерации. [113,114]

Роль налоговой политики в поддержке инновационной активности заключается в создании условий для спроса на инновационную продукцию, для модернизации, т.е. для инвестиций в новые технологии. Также налоговая система не должна создавать препятствий для предложения инноваций – деятельности налогоплательщиков, направленной на внедрение в производственные процессы результатов научных исследований и опытно-конструкторских работ, приводящих к увеличению производительности труда. При этом целесообразно говорить не о новых налоговых льготах, а о корректировке механизма налогообложения, настройке налоговой системы с учетом современных потребностей экономики, в том числе и инновационных предприятий. Речь идет об уточнении налогообложения сделок с интеллектуальной собственностью и некоторыми видами имущества, упрощении процедуры администрирования налогов, в том числе при экспорте, изменении подходов к налоговому администрированию в целом. Часть

мероприятий в соответствии с Основными направлениями налоговой политики планируется реализовать в ближайшей перспективе, часть – запланирована к реализации в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Исходя из выше сказанного, можно сделать следующие выводы:

- В силу специфичности венчурного инвестирования – в российском законодательстве нет специальных нормативных актов, регулирующих венчурную деятельность, с точки зрения налогообложения. Существуют лишь отдельные нормы и статьи, регулирующие инновационную деятельность.
- Формирующиеся же нормы налогового стимулирования не носят комплексного характера, соответственно не решают многих проблем налогообложения инновационных организаций.

Налоговая, кредитная, лизинговая политики сегодня с одной стороны направлена на противодействие негативным эффектам экономического кризиса, а с другой стороны – на создание условий для восстановления положительных темпов экономического роста. В этой связи важнейшим фактором проводимой политики является необходимость поддержания сбалансированности бюджетной системы и стимулирования инновационной активности. Создание стимулов для инновационной активности, а также поддержка инноваций и модернизации в Российской Федерации являются основными в среднесрочной перспективе.

### **3.3. Расчеты лизинговых платежей для инновационно - ориентированных компаний**

Одной из важнейших проблем лизингового бизнеса является определение лизинговых выплат и общей стоимости лизинга с учетом реальных возможностей лизингополучателя.

В лизинговые платежи включаются: амортизация лизингового имущества за весь срок действия договора лизинга, компенсация платы лизингодателя за использованные или заемные средства, комиссионное вознаграждение, плата за

дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором лизинга, а также стоимость выкупаемого имущества, если договором предусмотрен выкуп и порядок выплат указанной стоимости в виде долей в составе лизинговых платежей.

Расчет размеров лизинговых платежей может производиться по различным методикам в зависимости от вида лизинга, формы и способов выплат, а также условий функционирования экономики, т.е. при стабильном развитии или с учетом инфляционных процессов.

Лизинговые платежи могут выплачиваться с периодом уплаты ежегодно, ежеквартально, ежемесячно, еженедельно, а также в сроки внесения платы по числам месяца.

По соглашению сторон платежи могут осуществляться равными долями, в уменьшающихся или увеличивающихся размерах.

Уменьшение платежей может производиться, например, если ставка комиссионного вознаграждения была установлена соглашением сторон в процентах к непогашенной (неамортизированной) стоимости имущества. Если же при приобретении предмета лизинга лизингодатель привлекал кредитные ресурсы, то при погашении кредита уменьшается также и размер платы за используемые кредиты. Последовательность расчета лизинговых платежей следующая:

1. Производится расчет размеров лизинговых платежей по годам, если договор лизинга сроком более одного года, или в случае, когда срок договора лизинга меньше одного года, - по месяцам.
2. Рассчитывается общий размер лизинговых платежей за весь срок договора лизинга как сумма платежей по годам.
3. Рассчитываются размеры лизинговых платежей в соответствии с выбранной сторонами периодичностью взносов, а также согласованными ими методами начисления и способом уплаты.

Разработанная и предложенная автором методика расчета лизинговых платежей, базируется на использовании корректирующих коэффициентов

(коэффициента финансового риска и коэффициента использования текущих обязательств перед бюджетом) и применении коэффициента аннуитета, которые в совокупности позволят корректировать размер лизинговых платежей для инновационно-ориентированных лизингополучателей.

Расчет общей суммы лизинговых платежей осуществляется по формуле

$$\text{ЛП} = \text{АО} + \text{ПК} + \text{КВ} + \text{ДУ} + \text{НДС}, \quad (1)$$

где ЛП - общая сумма лизинговых платежей;

АО – величина амортизационных отчислений, причитающихся лизингодателю в текущем году;

ПК – плата за используемые кредитные ресурсы лизингодателем на приобретение имущества - объекта договора лизинга;

КВ – комиссионное вознаграждение лизингодателю за предоставление имущества по договору лизинга;

ДУ – плата лизингодателю за дополнительные услуги лизингополучателю, предусмотренные договором лизинга;

НДС – налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингополучателем по услугам лизингодателя. Если лизингодатель не является плательщиком НДС в соответствии с действующим налоговым законодательством, то в общую сумму лизинговых платежей налог на добавленную стоимость не включается.

Инновационность методики расчета лизинговых платежей состоит в следующем

$$\text{LP}_t = (\text{DD}_t + (\text{CP}_t \times \alpha_1) + (\text{C}_t \times \alpha_1) + \text{AS}_t + (\text{VAT}_t \times \alpha_2)) \times \alpha_3, \quad (2)$$

где  $\text{LP}_t$  – сумма лизингового платежа (Leasing Payments);

$\text{DD}_t$  – сумма амортизационных отчислений (Depreciation Deductions);

$\text{CP}_t$  – сумма кредитных платежей (Credit Payments);

$\alpha_1$  – коэффициент корректировки ежегодной суммы кредитного платежа и лизингового вознаграждения;

$\text{C}_t$  – сумма комиссионного вознаграждения (Commission);

$\text{AS}_t$  – сумма дополнительных услуг (Additional Services);

$VAT_t$  – сумма НДС (Value Added Tax);

$\alpha_2$  – коэффициент корректировки ежегодной суммы ежегодной суммы налога на добавленную стоимость;

$\alpha_3$  – коэффициент корректировки ежегодной суммы лизингового платежа, если лизинговым инструментарием пользуется компания, занимающаяся инновационной деятельностью, то  $\alpha_3 < 1$ , если нет, то  $\alpha_3 = 1$ .

Расчет амортизационных отчислений производится по следующей формуле

$$DD_t = (LA_t \times \pi) \times (\beta \times Ac), \quad (3)$$

где  $LA_t$  – сумма лизингового актива (Leasing an Asset);

$\pi$  – норма переоценки (в долях);

$\beta$  – норма амортизации (в долях);

$Ac$  – коэффициент ускорения (Acceleration coefficient).

Сумма кредитного платежа рассчитывается следующим образом

$$CP_t = (AC \times C_a) = (AC \times \frac{i \times (1+i)^n}{i \times (1+i)^n - 1}), \quad (4)$$

где  $AC$  – размер кредита (Amount of Credit);

$C_a$  – коэффициент аннуитета (annuity), рассчитывается по формуле

$$C_a = \frac{i \times (1+i)^n}{i \times (1+i)^n - 1} \quad (5)$$

Аннуитетный платеж – это равный по сумме ежемесячный платеж по кредиту, который включает в себя сумму начисленных процентов за кредит и сумму основного долга.

Комиссионное вознаграждение рассчитывается по формуле

$$C_t = ((LABY_t + LAEY_t)/2) * \eta, \quad (6)$$

где  $LABY_t$  – сумма лизингового актива на начало года;

$LAEY_t$  – сумма лизингового актива на конец года;

$\eta$  – ставка комиссионного вознаграждения.

Сумма дополнительных услуг  $AS_t = AS/n$ , где  $n$  – количество периодов.

$$\text{Сумма НДС составит: } VAT_t = ((DD_t + (CP_t * \alpha_1) + (C_t * \alpha_1) + AS_t * \mu), \quad (7)$$

где  $\mu$  – ставка НДС (в долях).

Таким образом, итоговая формула по расчету лизингового платежа будет выглядеть так

$$LP_t = ((LA_t \times \pi) \times (\beta \times Ac)) + ((AC \times \frac{i \times (1+i)^n}{i \times (1+i)^n - 1} \times \alpha_1) + (((LABY_t + LAEY_t) / 2 \times \eta) \times \alpha_1) + (AS/n) + (((DD_t + (CP_t \times \alpha_2) + (C_t \times \alpha_1) + AS_t) \times \mu) \times \alpha_2) \times \alpha_3 \quad (8)$$

Далее представим те коэффициенты, которые непосредственно будут оказывать влияние на сумму лизинговых платежей.

**Коэффициент финансового риска (Leverage ratio The coefficient of financial risk -  $C_{fr}$ )** показывает соотношение привлеченных средств и собственного капитала. Расчет этого показателя производится по форме №1: стр. 1400 + (стр. 1500 – (стр. 1530 + стр. 1540)) / (стр. 1300 + стр. 1530 + стр. 1540)

Этот коэффициент дает наиболее общую оценку финансовой устойчивости. Он имеет довольно простую интерпретацию: показывает, сколько единиц привлеченных средств приходится на каждую единицу собственных. Рост показателя в динамике свидетельствует об усилении зависимости предприятия от внешних инвесторов и кредиторов, т. е. о снижении финансовой устойчивости, и наоборот. Оптимальное значение данного коэффициента – *больше или равно 0,7*, если  $C_{fr} - \geq 0.7 \rightarrow \alpha_1 = 1$ . *Критическое значение – 1*, если  $C_{fr} - < 0.7 \rightarrow \alpha_1 < 1$ . Повышение указанной границы означает зависимость предприятия от внешних источников средств, потерю финансовой устойчивости.

**К финансового риска = (Долгосрочные обязательства – (Доходы будущих периодов + Резервы предстоящих расходов)) / (Капитал и Резервы + Доходы будущих периодов + Резервы предстоящих расходов)**

$$\text{Leverage ratio } C_{fr} = LTL + (STL - (DR+PL)) / (C\&R+DR+PL) \quad (9)$$

**Коэффициент исполнения текущих обязательств перед бюджетом – The coefficient of current liabilities to the state budget ( $C_{pclsb}$ )** – уплаченные налоги (paid taxes) / начисленные налоги (accrued taxes).

$$C_{\text{pclsb}} = \text{PT/AT} \quad (10)$$

Если:  $C_{\text{pclsb}} < 1 \rightarrow \alpha_2 = 1$ .

$C_{\text{pclsb}} = 1 \rightarrow \alpha_2 < 1$

Данные коэффициенты позволяют снизить финансовый риск предприятия, т.е. потерю возможных прибылей, что дает возможность повысить финансовую устойчивость, снизить размер налоговых платежей предприятия и привлечь инвесторов.

Для большинства отечественных инновационных предприятий характерна ограниченность ликвидных средств для обновления и расширения производства, а также трудности с реализацией. В то же время необходимость внедрения инноваций в производство требует и использование новых технологий финансирования, чем и обусловлена инновационность предлагаемой методики.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Среди многообразия определений венчурной деятельности в большинстве своем оно сводится к функциональной задаче венчурных инвестиций - способствовать росту конкретного бизнеса путем предоставления определенного объема денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или пакет акций, реализация которого с течением времени обеспечит получение инвестором повышенной нормы прибыли по сравнению со среднерыночной.

Предварительный анализ нормативно-законодательной базы и инфраструктуры государственной поддержки инновационной деятельности позволил сделать определенные выводы. Во-первых, цельная и долгосрочная государственная инновационная политика все еще не разработана. Во-вторых, если прямая государственная поддержка инноваций находится на соответствующем состоянию экономики уровне, происходит, по крайней мере, частичное (от запланированного) финансирование НИОКР, то косвенная поддержка развита и используется слабо. В-третьих, можно утверждать, что состояние инновационной деятельности в наиболее мобильном сегменте предпринимательства практически не контролируется органами государственного управления. Наконец, и это является положительным моментом, сложившиеся элементы инфраструктуры поддержки инноваций охватывают все фазы инновационного цикла, при этом постоянно совершенствуются.

В работе подчеркивается, что наибольших успехов венчурная инвестирование добилось в тех странах, где государство активно участвует в финансировании (прямом или косвенном) НИОКР, например, в США и Великобритании. В тех же странах, где государство использует только косвенные методы финансирования индустрии, объемы финансирования значительно ниже.

Анализ зарубежного опыта рискованного предпринимательства показал, что, несмотря на определенные различия, и в Японии и в США существует довольно четкий сегмент народного хозяйства, в котором действуют венчурные компании.

Это, с нашей точки зрения, говорит о том, что только официальное признание данного сектора, учет его деятельности в стратегических народно-хозяйственных планах, законодательное закрепление способно «вытащить» этот бизнес на поверхность и дать ему импульс для развития.

Исходя из опыта работы с инвестиционными проектами в России, для данной классификации были предложены новые подходы к организации венчура, использование которых на практике может быть наиболее результативным: первый - организация «классического» венчура с долей инвестора более 50%; второй - покупка специализированного предприятия с долей инвестора более 50% или правом «вето» на любые решения менеджмента; третий способ - применение смешанного финансирования (кредитование и капитальное вложение средств) при реализации проекта, кстати, не обязательно связанного с созданием или покупкой новой компании.

Кроме того, в работе обоснованы механизмы организации внутренних и внешних венчуров в инновационной деятельности. Рассмотрена возможность снижения доли венчурного инвестора в случае, если партнером выступают крупнейшие российские или западные компании.

Соответственно, основными финансовыми инструментами в США являются акции, реализация которых на бирже рассматривается как цель венчурного проекта. Европейские инвесторы больше ориентированы на продажу акций стороннему инвестору, так как ликвидность европейского фондового рынка пока еще значительно ниже аналогичного в США.

Российские венчурные инвесторы, как и европейские, стремятся финансировать основные отрасли экономики, при этом имеют в своих портфелях ограниченное число проектов, связанных с высокими технологиями. И если в Европе с середины 90-х годов наблюдается непрекращающийся рост операций венчурного капитала с акциями рискованных компаний, то в России основными инструментами по-прежнему остаются либо векселя, либо целевые кредиты.

С учетом вышесказанного можно сделать следующий вывод, если процесс оценки проекта, проверка влияющих на результат инвестирования факторов, методы прогнозирования доходности инвестиций уже практически формализовались и могут быть использованы в различных экономиках без адаптации, то процесс организации финансирования и создания венчурной компании в каждой стране уникален.

Наряду с экономическими механизмами, непосредственно связанными с участниками инновационного предпринимательства, в работе уделено внимание долгосрочной государственной политике РФ в области инноваций. Сформулирован вывод, что любая разработанная Правительством РФ программа поддержки инноваций не будет достаточно эффективна до тех пор, пока не проработана основа для ее реализации. Имеется в виду: во-первых, однозначное определение сектора, которому может оказываться прямая или косвенная поддержка; во-вторых, выделение в этом секторе двух участников: инвесторов и реципиентов, в отношении которых и должны применяться те или иные акты; в-третьих, четкая законодательная фиксация разработанных положений, чтобы ни у предпринимателей, ни у налоговой службы не возникало конфликтов на почве применения специальных льгот или налоговых кредитов; наконец, создание надежного механизма, контролирующего и обеспечивающего направленное развитие отрасли.

Учет особенностей российской экономики в целом, и индустрии высоких технологий, в частности, позволил автору разработать механизм, который и может рассматриваться как раз в качестве такой основы для построения долгосрочной государственной программы.

Однако в целом, в данной работе были выполнены поставленные задачи, достигнута цель исследования, поэтому она может считаться логически завершенной.

Проведенное исследование по проблеме механизма венчурного инвестирования как условия обновления российской экономической системы

позволяет сформулировать совокупность обобщений, выводов и предложений теоретического, методического и прикладного характера.

Повышенные риски, связанные с венчурным инвестированием, компенсируются повышенными эффектами, эффективностью деятельности. Поэтому, осуществляя управление рисками, обеспечивая их снижение, сохранение или передачу, целесообразно параллельно принимать меры по управлению шансами, позволяющими существенно повысить прибыльность, доходность венчурных инвестиций, привлекательность участия в венчурной деятельности.

Осуществление практически всей совокупности методов управления инновационными рисками в несколько раз облегчается в рамках национальной венчурной системы, так как ее структура, институциональная среда могут создать наиболее благоприятные условия для их использования.

Главное препятствие развития венчурного инвестирования в России – наличие наиболее привлекательных для вложений объектов: недвижимости, акций сырьевых компаний, потребительского и финансового сектора. Эти сегменты быстрее приносят доход, а процесс вложения в них значительно проще, чем финансирование инновационных компаний. Данный факт предопределяет выбор многих инвесторов, несмотря на то, что венчурные и бизнес - ангельские проекты могут давать большую доходность. Следовательно, основной задачей на сегодня является организация «перелива» капитала из венчурного в бизнес-ангельский секторы.

Венчурное инвестирование сводится к способствованию роста конкретного инновационного бизнеса путем предоставления определенных денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или некий пакет акций. Принципиальной особенностью венчурного инвестирования является то, что распорядитель венчурного фонда, не вкладывая собственные средства в акции приобретаемой инновационной компании, является посредником между синдицированными (коллективными) инвесторами и предпринимателями. Распорядитель фонда или венчурный капиталист самостоятельно принимает

решение о выборе того или иного объекта для инвестирования, он участвует в работе совета директоров и всячески способствует росту и расширению деловой активности фонда. Однако окончательное решение о финансировании той или иной инновационной компании принимает комитет фонда, представляющий интересы инвесторов. В конечном итоге получаемая венчурным фондом прибыль принадлежит только инвесторам, а не распорядителю фонда, который имеет право рассчитывать только на часть этой прибыли.

Государственное регулирование в свою очередь направлено на учреждение и выращивание малого инновационного предпринимательства путем рискованного инвестирования через выдачу субсидий с дополнением их рядом сопутствующих мер прямого и косвенного стимулирования. Для стимулирования инновационной деятельности правительство и парламент смягчили антитрестовское законодательство, ввели прямые кооперативные исследовательские соглашения между правительственными лабораториями и промышленными фирмами.

Создание благоприятных условий налогового администрирования имеет особое значение для инновационных компаний. С учетом высокой мобильности капитала в этой сфере, в первую очередь, важно обеспечить конкурентоспособность российской налоговой системы в отношении инновационных компаний (хотя повышение качества налогового администрирования является актуальной задачей для всех налогоплательщиков). Это предполагает внедрение как новых инструментов налогового администрирования (создания специальных инспекций для инновационных организаций, переход к обслуживанию налогоплательщиков в электронной форме, снижение периодичности и сроков проведения проверок, единое окно постановки на учет и подачи деклараций по всем налогам), так и использование неформальных инструментов и регламентов (особый отбор сотрудников, добросовестное исполнение обязанностей по информированию

налогоплательщиков о способах исполнения законодательства о налогах и сборах, отсутствие очередей, удобные часы работы инспекций и т.д.).

Роль государства в регулировании венчурного инвестирования должна заключаться в создании правовых и экономических условий для формирования полноценной инфраструктуры венчурного инвестирования.

Роль налоговой политики в поддержке инновационной активности заключается в создании условий для спроса на инновационную продукцию, для модернизации, т.е. для инвестиций в новые технологии. Также налоговая система не должна создавать препятствий для предложения инноваций – деятельности налогоплательщиков, направленной на внедрение в производственные процессы результатов научных исследований и опытно-конструкторских работ, приводящих к увеличению производительности труда. При этом целесообразно говорить не о новых налоговых льготах, а о корректировке механизма налогообложения, настройке налоговой системы с учетом современных потребностей экономики, в том числе и инновационных предприятий. Речь идет об уточнении налогообложения сделок с интеллектуальной собственностью и некоторыми видами имущества, упрощении процедуры администрирования налогов, в том числе при экспорте, изменении подходов к налоговому администрированию в целом. Часть мероприятий в соответствии с Основными направлениями налоговой политики планируется реализовать в ближайшей перспективе, часть – запланирована к реализации в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

В ходе исследования были сделаны следующие выводы. В условиях модернизации российской экономики и ее стремлении к глобализации, развитие венчурного инвестирования и регулирование вопросов, связанных с инновационной деятельностью, является одним из приоритетных. Анализ российского рынка венчурных инвестиций позволил выявить ряд проблем в области выбора способов и источников финансирования, регулирования системы налогообложения, осуществления лизинговой и таможенной политики.

В рамках диссертационного исследования были предложены меры, направленные на устранение барьеров, препятствующих развитию инновационного предпринимательства, а также меры, связанные с развитием венчурного инвестирования в инновационном секторе. Выявлены основные функции, особенности, принципы, этапы и риски венчурного инвестирования, а также способы их снижения с целью определения основных механизмов, источников и методов финансирования инновационной деятельности.

Предложен методический инструментарий регулирования венчурного инвестирования инновационной деятельности в разрезе статей бухгалтерского баланса организации, с выявление основных приоритетных источников финансирования в условиях обновления российской экономики.

Обоснован комплексный подход мер государственного регулирования венчурного инвестирования в инновационной сфере экономики. Данный подход включает основные направления государственной поддержки инновационной деятельности в области налоговой, таможенной, амортизационной, лизинговой и кредитной политике с учетом специфики российского законодательства, что позволит расширить рамки применения венчурного инвестирования не только для крупных компаний, но и создаст наиболее благоприятные условия для развития малых и средних инновационных компаний.

Разработана для государственных лизинговых компаний методика расчета лизинговых платежей, базирующаяся на использовании корректирующих коэффициентов (коэффициента финансового риска и коэффициента использования текущих обязательств перед бюджетом) и применении коэффициента аннуитета, которые в совокупности позволяют корректировать размер лизинговых платежей для инновационно-ориентированных лизингополучателей.

Предложенные решения заключаются в выработке мер содействия развитию инновационного предпринимательства в условиях обновления российской экономики. Данные решения помогут существенно снизить

издержки, присущие высокотехнологичным компаниям, увеличить объемы производства и прибыли, за счет управления лизинговыми платежами, применению системы налоговых и таможенных льгот, а также выбора способов и источников финансирования.

Кроме того, результаты исследования могут быть использованы в процессе планирования и прогнозирования венчурного инвестирования инновационной деятельности (развития инфраструктуры венчурного инвестирования) на федеральном и региональном уровнях.

**СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. ГК РФ часть II, глава 255, ст. 1041-1054 от 26.01.1996 №14-ФЗ (изм. от 21.11.2011 № 329-ФЗ)
2. ГК РФ часть IV, раздел VII Права на результаты интеллектуальной деятельности и средства индивидуализации, ст. 1246,1232 от 18.1.2006 № 230-ФЗ
3. НК РФ, часть вторая от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 30.11.2011 № 359-ФЗ)
4. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ
5. Проект Федерального закона № 468382-5 «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» (внесен Правительством РФ, принят в первом чтении – Постановление ГД АСНА от 08.02.2011 № 4838-5 ГД)
6. Проект федерального закона «Об инновационной деятельности и государственной инновационной политике в Российской Федерации» от 05.12.2010 № 4192-5
7. Федеральный закон «Об акционерных общества» от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 30.11.2011 № 346-ФЗ)
8. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам создания бюджетными и образовательными учреждениями хозяйственных обществ в целях практического применения (внедрения) результатов интеллектуальной собственности» от 2.08.2009 № 217-ФЗ
9. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части формирования благоприятных налоговых условий для финансирования инновационной деятельности» от 19.07.2007 № 195-ФЗ
10. Федеральный закон «Об инновационном центре «Сколково» от 28.09.2010 № 244-ФЗ

- 11.Федеральный закон «О господдержке инновационной деятельности» № 496139-5 от 03.02.2011
- 12.Абрамова, С.В. Реформирование системы налогообложения венчурного бизнеса в Германии / С.В. Абрамова // Инновации. – 2008, №2 (112), февраль. – с.85-89
- 13.Аксельрод, Б. Практика венчурного инвестора: экспертиза «эмбрионных» разработок / Б. Аксельрод // Инновации. – 2007, №5 (103). – С.18-22
- 14.Алехин, Н.М. Венчурное инвестирование как институт инновационного развития / Н.М. Алехин // Инновация. – 2009, № 6 (128). – с.49-52
- 15.Аналитический сборник. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2005 год. – СПб.: Феникс, 2006. – 108с.
- 16.Аналитический сборник. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2006 год. – СПб.: Феникс, 2007. – 128с.
- 17.Аналитический сборник. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2007 год. – СПб.: Феникс, 2008. – 128с
- 18.Аналитический сборник. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2008 год. – СПб.: Феникс, 2009. – 128с
- 19.Аналитический сборник. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2009 год. – СПб.: Феникс, 2010. – 128с
- 20.Аньшин, В.М., Филин, С.А. Менеджмент инвестиций и инноваций в малом венчурном бизнесе. / В.М. Аньшин, С.А. Филин Учебное пособие. – М.: «Анкил», 2003. – 360с.
- 21.Аммосов, Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков до современности / Ю.П. Аммосов. – СПб.: Феникс, 2005. – 372с.
- 22.Андреев, В.А. Современные тенденции финансирования инноваций / В. Андреев. – (Возможности и угрозы) // Экономические стратегии. – 2009. - №5/6. – С.64-68
- 23.Ашурбейли, И.Р., Горелик, А.Л., Горелик, В.А. Некоторые направления интеллектуализации промышленных корпораций / И.Р. Ашурбейли, А.Л. Горелик, В.А. Горелик // Наукоемкие технологии. – 2009, № 6, Т.10

24. Бабушкин, Е. Создание регионального венчурного фонда в партнерстве бизнеса и власти / Е. Бабушкин // РЦБ. - № 10 (313), 2006. – с.59-60
25. Баганов, А. Перспективы российского прямого (ангельского) и венчурного инвестирования с учетом глобализации венчурного бизнеса / А. Баганов // The AngelInvestor, сентябрь-октябрь 2007
26. Бармута, К.А. Формирование национальной системы венчурного инвестирования / К.А. Бармута. – (Экономика и управление) // Экономические науки. – 2009. - №3. – С.168-172
27. Башкирова, Н.Н. Амортизационная политика как инструмент налогового стимулирования инновационной деятельности / Н.Н. Башкирова. – (Налоговая политика) // Финансы и кредит. – 2008. - № 39. – С. 47-55
28. Бекетов, Н.В. Механизм венчурного финансирования инновационных процессов / Н.В. Бекетов. – (Зарубежный опыт) // Финансы и кредит. – 2008, №11
29. Бекетов, Н.В. Мировой опыт использования механизма венчурного финансирования инновационных процессов / Н.В. Бекетов. – (Инновационная экономика) // Финансы и кредит. – 2008, №11
30. Бизнес – ангельское инвестирование: по материалам круглого стола Московского венчурного форума 19 июля 2008 г., Центр. Дом предпринимателя / А.И. Каширин [и др.]. – (Инновационная Россия) // Инновации. – 2008. - №9. – С.7-11
31. Билык, Ю.Я. Лизинг. Отвечаем читателям / Ю.Я. Билык. - (Основные средства и нематериальные активы) // Консультант бухгалтера. – 2008. – № 11. – С. 51-59
32. Борисов, О.В. Благоприятный налоговый климат для инновационной деятельности как антикризисная мера в России и зарубежных странах / О.В. Борисов. – (Зарубежный опыт) // Налоги. – 2011. - № №. – С. 37-44
33. Борочкин, А. Индекс российских инновационных компаний – новый инструмент для венчурных и портфельных инвесторов / А. Борочкин // РЦБ. – 2006, №8

34. Борочкин, А. Развитие отрасли венчурных инвестиций в России: венчурные фонды / А. Борочкин // РЦБ. – 2006. - №19. – с.40-43
35. Бочаров, В.В. Инвестиции: учеб. для вузов / В.В. Бочаров. – 2-е изд. – С-Пб.: Питер, 2008. – 380 с.: а-ил. – (Учебник для вузов)
36. Бромберг Г.В., Сурин А.В. Налоговое стимулирование изобретательской, инновационной деятельности // Инновации. – 2008. - №5 (115). – с.48-50
37. Валдайцев, С.В. Антикризисное управление на основе инноваций: учебник / С.В. Валдайцев. – М.: Проспект, 2007. – 310с.: а-ил
38. Валиева, О.В. Стратегия развития инновационных компаний / О.В. Валиева. – (Экономика предприятий) // Регион: экономика и социология. – 2007. - №2. – с.196-207
39. Велиева, И.С. Прогноз развития рынка лизинга на 2010 год / И.С. Велиева, П.А. Самиев. – (Диагностика и прогнозирование) // Аудитор. – 2011. - № 2. – С. 35-38
40. Венчурное финансирование: теория и практика / сост. д.т.н Н.М. Фонштейн. – М.: «ИНФРА-М», 1998.
41. Власов, И.П. Частно-государственные венчурные фонды в Российской Федерации / И.П. Власов. – (Венчурное финансирование) // Финансы и кредит. – 2008. - № 43. – С. 51-57
42. Гаврилов, К.Л. Механизм обновления: Концепция развития национальной инновационной системы России / К.Л. Гаврилов. – М.: Дашков и К, 2003. – 143с.: а-ил
43. Гарифулина, А.Ф. Финансирование инвестиций посредством лизинга / А.Ф. Гарифулина // Справочник экономиста. – 2011. - № 9. – С.119-127
44. Гедич, Т.Г. Государственное регулирование инновационной деятельности: монография / Т.Г. Гедич, Н.Г. Уразова; Иркут. гос. техн. ун-т. – Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2008. – 187с.: а-ил
45. Гладких, И. Инфраструктура поддержки венчурного предпринимательства / И. Гладких // Инновации. – 2007, №11 (109). – С.29-34

- 46.Гликин, М. Налоги отменяются / М. Гликин, Н. Костенко. – (Вектор) // Упрва. – 2010. - № 4. – С. 38-39
- 47.Глоссарий венчурного предпринимательства. – СПб.: РАВИ, 2007. – 340с.
- 48.Голиченко, О.Г. Налоговое законодательство как элемент институциональной поддержки налоговой инновационной системы / О.Г. Голиченко, С. А. Самоволева. – (Экономическая политика и хозяйственная практика) // Экономическая наука современной России. – 2008. - № 3. – С. 66-80
- 49.Гордеева, О.В. Особенности налогового регулирования инновационной деятельности / О.В. Гордеева. – (Налоги и налогообложение) // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. – 2010. - № 7. – С. 43-51
50. Горлов, В.В. Венчурное финансирование инвестиционных проектов и особенности его развития в России / В.В. Горлов, Ю. Марогулова. – (Проблемы и перспективы) // Налоговое планирование. – 2011. - №2. – С.15-18
- 51.Гришин, А.В. Принципы финансирования инновационных проектов в российских компаниях / А.В. Гришин. – (Инновационная деятельность) // Финансы и кредит. – 2007. - №37
- 52.Губашиева, О.З. Лизинговые операции: бухгалтерский и налоговый аспекты / О.З. Губашиева // Финансы. – 2007. - № 10. – С. 67-68
- 53.Гуреева, Л.К. О некоторых проблемах развития российского венчура / Л.К. Гуреева // Финансы. – 2007. - №1. – с.16-19
- 54.Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 860 с.
- 55.Деменок, В.В. Моделирование бизнес – инкубирования малых инновационных предприятий / В.В. Деменок // Инновации. – 2008, №3 (113), март. – с.65-67

56. Демина, М.П. Малый бизнес как фактор инновационного развития экономики: монография / М.П. Демина, М.Ю. Колесников; Байк. гос. ун-т экономики и права. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2005. – 291с.: а-ил
57. Длин М.И., Какатунова Т.В. О перспективах создания технопарковых структур сетевого типа // Инновации. – 2008, №2 (112), февраль. – С.118-120
58. Дмитриева, О.Г. Налоговые льготы для инновационного бизнеса / О.Г. Дмитриева, И.Д. Грачев. – (Инновации России. Законодательная сфера) // Инновации. – 2007. - № 6. – С. 11-14
59. Добровольский, В. Преимущества лизинга: факты как они есть / В. Добровольский. – (Делимся опытом) // Консультант. – 2011. - № 7. – С. 64-67
60. Доклад экспертной группы по альтернативным инвестициям. Развитие прямых инвестиций в Европе. – СПб.: РАВИ, 2007. – 67с.
61. Друкер, Питер Ф. Бизнес и инновации: пер. с англ. / Питер Ф. Друкер. – М.: Вильямс, 2007. – 423с.
62. Дунаев, Э.П. Роль государства в создании и функционировании инновационной экономики / Э.П. Дунаев. – (Экономическая теория) // Вестник Московского университета. Сер.6 Экономика. – 2007. -№5. – с.3-13
63. Ермакова, Н.В. Механизм финансовой поддержки инновационной деятельности в условиях кризиса / Н.В. Ермакова. – (Инновационная деятельность) // Финансы и кредит. – 2009. - №46. – С. 33-36
64. Ефимцев, Т.В. Правовое положение венчурных фондов / Т.В. Ефимцев. – (Трудовое право и право социального обеспечения) // Право и государство: теория и практика. – 2009. - №2. – С.38-41
65. Жилинская, О.И. Венчурные фонды как инвестиционные посредники / О.И. Жилинская, А.Н. Букало. – (Инновации в странах СНГ) // Инновации. – 2011. - №5. – С. 35-40

66. Зинов, В.Г., Хасин, А.А., Дайловский, С.А. Концепция “посевного” инвестирования в инновационный бизнес России / В.Г. Зинов, А.А. Хасин, С.А. Дайловский // Инновация – 2009, №4 (126). – с.54-61
67. Зубарев Т.С. индустрия венчурного капитала: Учебное пособие для преподавателей и студентов эк. фак. – Новосибирск, 1995
68. Евстратова, У. Инвестиции в корпорации (прямые и венчурные) / У. Евстратова. – (Финансовые инструменты) // РЦБ. – 2008. - №7. – с.46-48
69. Еременко, В.И. Об инновационном развитии экономики Российской Федерации / В.И. Еременко. – (Право, политика, экономика) // Законодательство и экономика. – 2010. - № 12. – С. 10-20
70. Иванова, И. Инновации в условиях кризиса: тенденции и перспективы / И. Иванова. – (Экономическая политика: стратегия и тактика) // Проблемы теории и практики управления. – 2009. - №9. – С.8-16
71. Ивина, Людмила Валерьевна Терминология венчурного финансирования: учебное пособие для вузов / Л.В. Ивина, В.А. Воронцов. – М.: Акад. проект, 2002. – 253с.
72. Инновационная деятельность будет облагаться налогами с учетом льгот. – (Налоги) // Аудит. – 2010. - № 9. – С. 19
73. Инновационный менеджмент: Концепции, многоуровневые стратегии и механизмы инновационного развития. Учебное пособие / Под ред. В.М. Аньшина, А.А. Дагаева. – М.: Дело, 2006. – 584с.
74. Казанцев, С.В. Инновационное развитие регионов России / С.В. Казанцев. – (Обсуждаем проблему) // ЭКО Экономика и организация промышленного производства. – 2007. - №10. – с.2-19
75. Калышева, Е. Определение налоговой нагрузки на инновационный бизнес / Е. Калышева. – (Налоги) // Аудит. – 2011. - № 1. – С. 31
76. Каржаув, А.Т. Национальная система Венчурного инвестирования / А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – 239с.

- 77.Карюк, В., Фияксель, Э.А. Бизнес-ангелы вынуждают инновационные проекты / В. Карюк, Э.А. Фияксель // Инновации. – 2008. - №4 (114), апрель. – с.49-52
- 78.Каширин, А.И. Венчурное инвестирование в России / Каширин Александр Иванович, Семенов Александр Сергеевич. – М.: Вершина, 2007. – 320с.
- 79.Каширин, А.И. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций / Каширин Александр Иванович, Семенов Александр Сергеевич. – М.: Вершина, 2008. – 384с.
- 80.Каширин, А. Договор простого товарищества и венчурные фонды / А. Каширин, А. Семенов // РЦБ. – 2006. - №3. – с.54-57
- 81.Кемпбелл, К. Венчурный бизнес: новые подходы / Кэтрин Кемпбелл; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 428с.
- 82.Кизимов, А.С. Международный опыт и российская практика налогового стимулирования Инновационной деятельности / А.С. Кизимов. – (Налоги: теория и практика) // Финансы. – 2008. - № 7. – С. 33-38
- 83.Кириллов, К.А. Лизинг в деятельности малых инновационных предприятий / К.А. Кириллов. – (Инновационный менеджмент) // Качество. Инновации. Образование. – 2008. - № 8. – С. 41-44
- 84.Кистерева, Е.В. Экспертиза и анализ графика платежей при финансовом лизинге / Е.В. Кистерева. – (Управление финансами предприятия) // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 4. – С. 8-15
- 85.Ковалев, В.В. Принципы бюджетирования в лизинговой компании / В.В. Ковалев. – (Профессиональное суждение) // Бухгалтерский учет. – 2010. - № 2. – С. 101-106
- 86.Комаров, А. Оценка доли инвестора в компании при венчурном инвестировании / А. Комаров. – (Синергия знаний) // Наука и инновации. – 2009. - №7. – С.58-60
- 87.Комментарии к Федеральному закону от 07.06.2011, № 132 – ФЗ. - (Налоги) // Консультант. – 2011. - № 4. – С. 20-23

- 88.Коробов, А. Инвестиции в будущее России: интервью с генеральным директором ОАО «Российской венчурной компании» Алексеем Коробовым. – (Управление государственным капиталом) // РЦБ. – 2008. - №11. – с.12-15
- 89.Коршенко, И.Ф., Горчаков В.В., Алексейко Л.Н. Первая Тихоокеанская венчурная площадка // Инновации. – 2007, №6 (104). – С.23-29
- 90.Косарев, И.Н. Лизинг: актуальные вопросы / И.Н. Косарев // справочник экономиста. - 2–11. - № 6. – С. 67-74
- 91.Косов, М.Е. Бизнес – ангельское финансирование инновационных проектов / М.Е. Косов, А.В. Сигарев. – (Инновации) // Финансы и кредит. – 2010. – №22. – С.31-35
- 92.Кузык Б.Н., Яковец Ю.В. Интегральный макропрогноз инновационно-технологической и структурной динамики экономики России на период до 2030 года / Б.Н. Кузык, Ю.В. Яковец. – М.: Институт экономической стратегии, 2006. – 432с.
- 93.Кузык, Б.Н. Россия – 2050: стратегия инновационного прорыва / Б.Н. Кузык, Ю.В. Яковец. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – 624с.
- 94.Куликова, Е.И. Использование механизмов фондового рынка для финансирования малых и средних компаний / Е.И. Куликова; рец. И.В. Ишиной // Аудит и финансовый анализ. – 2008. - №5. – с.377-383
- 95.Куликова, Е.И. Бизнес - реинжиниринг / Е.И. Куликова; рец. И.В. Ишиной // Аудит и финансовый анализ. – 2008. - №4. – с.143-149
- 96.Лебедев, А.А. Инновационные аспекты слияний и поглощений компаний / А.А. Лебедева. – (Инновационный менеджмент) // Качество. Инновации. Образование. – 2007. - №5. – с.16-22
- 97.Макаревич, Л.М. Управление предпринимательскими рисками / Л.М. Макаревич. – М.: Дело и Сервис, 2006. – 442с.: а-ил
- 98.Матвиенко, С.В. Венчурное финансирование инновационных проектов / С.В. Матвиенко // Экономика и управление.- №2 (23) 2006, с.114-118

99. Матегов, П.Н. Специализированный инновационный лизинг: институциональная и финансовая модели / П.Н. Матегов, А.А. Бельский. – (Лизинг) // Финансы и кредит. – 2011. - № 17. – С. 23-31
100. Мацнев, О. Венчурное предпринимательство: мировой опыт и практика // Вопросы экономики. – 2006. - №5. – С.122-132
101. Машков, С.А. Специальные режимы налогообложения для инновационных предприятий / С.А. Машков. – (Налоги и налогообложение) // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. – 2010. - № 3. – С. 59-68
102. Мельникова, Н.П. Возможности налоговой политики государства по стимулированию инновационного развития экономики / Н.П. Мельникова, Н.Р. Пинская. – (Налоговая стратегия) // Финансы и кредит. – 2010. - № 43. – С.48-52
103. Миндели Л.Э., Васин В.А. Совершенствование государственной научно-технической политики в процессе формирования национальной инновационной системы // Инновации. – 2008, №1 (111), январь. – с.43-55
104. Мирзаханян, Л.С. Венчурное предпринимательство, успех Израиля, проблемы России: развитие венчурного предпринимательства в Израиле посредством формирования государственного фонда и анализ применения данного опыта в России / Л.С. Мирзаханян. – (Международный опыт) // Российское предпринимательство. – 2010. - № 2. – С. 22-28
105. Митрофанова, И.А. Совершенствование налога на прибыль как условие привлечения дополнительных инвестиций в экономику региона / И.А. Митрофанова. – (Инновации и инвестиции) // Региональная экономика: теория и практика. – 2008. - № 14. – С. 68-70
106. Морозов, Ю.А. Налоговое стимулирование как один из эффективных методов государственной поддержки малого инновационного предпринимательства / Ю.А. Морозов, Е.Н. Горлачев. – (Экономика) // Машиностроитель. – 2008. - № 4. – С. 2-8

107. Московкин, В.М. Механизмы стимулирования университетского наукоемкого бизнеса на институциональном и региональном уровнях / В.М. Московкин, Н.П. Зайцев. – (Приоритеты России) // Региональная экономика: теория и практика. – 2008, №10
108. Мусаев, Х.М. Система налогообложения субъектов малого бизнеса: опыт индустриальных стран и возможности его использования в условиях Российской Федерации / Х.М. Мусаев, М.М. Иманшапиева. – (Налоговая система зарубежных стран) // Налоги и налогообложение. – 2011. - № 8. – С. 19-26
109. Новоселов, К.В. Налогообложение прибыли: изменения в сфере инноваций / К.В. Новоселов. – (Новое в законодательстве) // Налоговая политика и практика. – 2011. - № 8. – С. 38-43
110. Ованесян, С.С. Ускоренная амортизация в расчетах лизинговых платежей для предприятий машиностроительного комплекса / С.С. Ованесян, А.С. Нечаев. – (Кибернетика. Управление в сложных системах) // Вестник Иркутского государственного технического университета. – 2004. - № 3. – С. 95-98
111. Огнев, Д.В. Методика расчета суммы лизингового платежа, построенная на международном чистом револьверном лизинге с учетом страховых выплат / Д.А. Огнев. – (Финансы, налоги и денежно-кредитная политика // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права). – 2008. - № 4 (60). – С. 18-22
112. Опыт создания инновационного бизнес - инкубатора в Ставропольском крае // Инновации. – 2008. - №3 (113). – с.23-28
113. Основные направления налоговой политики РФ на 2011 и на плановый период 2012 и 2013 годов. – (Налоговое администрирование) // Налоги и налогообложение. – 2010. - № 7. – С. 6-33
114. Основные направления налоговой политики РФ на 2012 и на плановый период 2013 и 2014 годов: проект от 5.07.2011 г. – (Налоговое

- администрирование) // *Налоги и налогообложение*. – 2011. - № 7. – С. 7-25
115. Особенности государственного регулирования инновационной деятельности на региональном уровне с учетом внешнеэкономических приоритетов / Л.А. Воронина [и др.]. – (Инновации и инвестиции) // *Региональная экономика: теория и практика*. – 2008. - №23. – с.9-14
116. Павлов, О.В. Математические модели принятия оптимальных решений участниками лизинговой сделки / О.В. Павлов, Е.А. Фудобина. – (Математические и инструментальные методы экономики) // *Экономические науки*. – 2010. - № 7. – С. 219-224
117. Панарин, М. Тенденции развития финансирования научно-исследовательских организаций в Российской Федерации / М. Панарин // *Проблемы теории и практики управления*. – 2006, №9. – с.57-62
118. Пансков, В.Г. О налоговом стимулировании модернизации российской экономики / В.Г. Пансков. – (Налоговое администрирование) // *Налоги и налогообложение*. – 2010. - № 12. – С. 11-18
119. Пансков, В. Г. Совершенствование амортизационной политики в контексте модернизации российской экономики / В.Г. Пансков. – (Налоги: теория и практика) // *Финансы*. – 2010. - № 11. – С. 27-31
120. Перелетов, И.В. Комментарии к нормативным документам / И.В. Перелетов. – (Комментарии к нормативным документам) // *Консультант бухгалтера*. – 2007. - № 70. – С.3-15
121. Петрунин, В.В. Об инновационной и другой предпринимательской деятельности в свободных экономических зонах и технопарках России / В.В. Петрунин // *Все о налогах*. – 2007. - № 9. – С. 11-18
122. Пискулов, Д.М. Венчурные фонды и повышение конкурентоспособности России / Д.М. Пискулов // *Финансовый бизнес*. – 2003. - №4

123. План мероприятий на 2003-2005 годы по стимулированию инноваций и развитию венчурного инвестирования // Промышленный еженедельник. – №32 (33) от 8-14 сентября 2003
124. Погорелов, Д.И. Венчурный капитал зарубежных стран в сфере высоких технологий // Межрегиональная группа ученых – институт проблем новой экономики. Ежеквартальный научно-методический журнал. – 2006, № 1 (8), с.43
125. Погорелов, Д.И. Финансовый потенциал российских венчурных компаний / Д.И. Погорелов // Финансы. – 2006. - №10. – с.36-37
126. Полежаров, Л.В. Изменения механизма налогообложения предприятий в свете поставленных задач инновационного развития экономики / Л.В. Полежаров. – (Налоги: теория и практика) // Финансы. – 2011. - № 2. – С. 36-39
127. Полянин, А.В. Методы инвестирования инновационной деятельности за рубежом / А.В. Полянин // Инновации. – 2008, №3 (113), март. – с.97-100
128. Попова, Е. Проблемные вопросы развития национальной инновационной системы в РФ / Е. Попова // Общество и экономика. – 2007. - №9/10. – с.123-138
129. Послание Президента Российской Федерации Д.А. Медведева Федеральному Собранию Российской Федерации: от 30 ноября 2010 г.: (извлечения). – (Налоговое администрирование) // Налоги и налогообложение. – 2010. - № 12. – С. 4-5
130. Региональные инвестиционные недели журнала “РЦБ”. Итоги 2007г. – (Событие) // РЦБ. – 2007, №23
131. Родионова, Н.В. Внешние эффекты, обусловленные деятельностью технопарка / Н.В. Родионова // Инновации. – 2008, №3 (113), март. – с.62-64

132. Родионова, Н.В. Государственное и общественное регулирование процессов создания и функционирования технопарка / Н.В. Родионова // Инновации. – 2007, №10 (108). С.35-41
133. Рузавина, Е., Шеховцова, Н. Венчурный капитал и инновации / Е. Рузавина, Н. Шеховцова // Российский экономический журнал. – 1992, №7. с.107
134. Самвелян, Р.В. Перспективы развития рынка лизинга. Пути повышения эффективности лизинговой деятельности в России / Р.В. Самвелян. – (Лизинг) // Финансы и кредит. – 2011. - № 3. – С. 72-77
135. Сарафалиев, Г. От наукоградов – к технопаркам / Г. Сарафалиев //Российская Федерация сегодня. – 2006. - №3. – С. 12-17
136. Семенов, А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности / А.С. Семенов, А.И. Каширин //Инновации. – 2006, №1 (88) февраль, с.29-37
137. Семенов, Т. Правовое регулирование инновационный процессов: проблемы и противоречия / Т. Семенов. – (Инвестиции и инновации) // Проблемы теории и практики управления. – 2007. - №7. – с.78-84
138. Семенихин, В.В. Лизинговая деятельность / В.В. Семенихин // Все о налогах. – 2006. - № 11. – С. 29-39
139. Семко, А.М. Основы правового регулирования венчурного инвестирования в России и за рубежом / А.М. Семко. – (Актуальные вопросы предпринимательского права) // Предпринимательское право. – 2011. - № 12. – С.7-10
140. Сигова, С.В., Гуртов В.А. Финансовая поддержка инновационного развития региональных экономик / С.В. Сигова, В.А. Гуртов //Инновации. – 2008, №5 (115), май. – 51-55
141. Сошкина, М.А. Перспективы и преимущества использования механизма государственно-частных партнерств для привлечения инвестиций в инновационную сферу: (точка зрения) / М.А. Сошкина. – (Проблемы строительного комплекса) // Проектирование и строительство

- в Сибири. – 2008. - №1
142. Степаненко, Д.М. Механизмы налоговой поддержки инновационной деятельности в Российской Федерации / Д.М. Степаненко. – (Экономика и управление) // Экономические науки. – 2011. – № 6. – С. 94-99
143. Стратегия и проблемы успешного развития России в XXI веке / [А.Г. Гранберг, В.И. Данилов-Данилян, М.М. Циканов и др.]; Под ред. А.Г. Гранберга и др.. – М.: Экономика, 2002. – 413с.: а-ил
144. Суслов, В.И. О проекте Стратегии инновационного развития РФ до 2012 года / В.И. Суслов. – (Инновационная Россия. Круглый стол в редакции) // Инновации. – 2011. - № 2. – С. 14-15
145. Сысоева, И.В. Учет результатов венчурной деятельности / И.В. Сысоева // Технология машиностроения. – 2007. - №6. – С.79-81
146. Тараканова, Н.В. Оценка эффективности лизинговых операций как инвестиционного инструмента обновления основного капитала предприятий / Н.В. Тараканова // Управленческий учет. – 2008. - № 2. – С. 63-69
147. Теоретические и практические аспекты государственного регулирования инновационной сферы как элемента инновационной системы России / И.В. Шевченко [и др.]. – (Менеджмент инноваций) // Финансы и кредит. – 2007. - №31. – с.67-75
148. Теплова, Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т.В. Теплова. – М.: Вершина, 2007. – 272с.
149. Тодойтчук, А.В. Государственное регулирование и стимулирование малого и среднего инновационного предпринимательства / А.В. Тодойтчук. – (Инновационная экономика) // Инновации. – 2011. - №3. – С. 26-32

150. Толстая, О.В. Факторы формирования и развития налогового потенциала региона / О.В. Толстая. – (Инновации и инвестиции) // Региональная экономика: теория и практика. – 2009. - № 12. – С. 37-46
151. Управление инновационными проектами. Учебное пособие / Под ред. проф. В.Л. Попова. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 336с.
152. Ушаков, И.И. Как привлечь инвестиции. – СПб.: Питер, 2006.- 224с.
153. Федораев, С.В. Механизм налогового стимулирования науки и инноваций в России: современное состояние и перспективы развития / С.В. Федораев // Менеджмент сегодня. – 2010. - № 5. – С. 266-275
154. Филиппова, Н.Л. Налогообложение лизинговых операций / Н.Л. Филиппова. – (Налогообложение) // Бухгалтерский учет. – 2009. - № 19. – С. 34-38
155. Фияксель, Э.А. Организация структуры регионального венчурного кластера / Э.А. Фияксель. – (Инновационная Россия. Инновационная экономика) // Инновации. – 2007. - №11
156. Фоломьев, А.Н., Нойберт М. Венчурный капитал. – С-Пб.: Наука, 1999. с.31
157. Фурсенко, А. Венчурное инвестирование – действенный инструмент развития инновационной сферы / А. Фурсенко // Ученый совет. – 2007. - №10. – С.6-7
158. Халимоненко, И.А. Бухгалтерский учет лизинговых платежей / И.А. Халимоненко. – (Методология и практика учета) // Бухгалтерский учет. – 2008. - № 14. – С. 23-26
159. Харло, Р.С. Влияние паевых инвестиционных фондов на развитие экономики стран в перспективе / Р.С. Харло // Управление персоналом. – 2007. - №12. – с.51-53
160. Хочуев, В.А. Направления оптимизации налогового администрирования в решении инновационных процессов / В.А. Хочуев. – (Инновационная экономика) // Инновации. – 2009. - № 6. – С. 61-65



161. Царев, В.В. Оценка экономической эффективности инвестиций / В.В. Хочуев. – СПб.: Питер, 2004.- 464с.
162. Цурелин, А. Государственная поддержка малого предпринимательства / А. Цурелин // Экономист. – 2006. - № 12. – С.89-90
163. Черкашин, Д.С. Методические подходы к расчету лизинговых платежей / Д.С. Черкашин, А.Б. Попов. – (Лизинг) // Финансы и кредит. – 2008. - № 5. – С. 46-51
164. Чернуха, А. Налоговое стимулирование инновационной деятельности / А. Чернуха // интеллектуальная собственность. Промышленная собственность. – 2007. - № 4. – С.109-113
165. Чесбро, Г. Открытые инновации. Создание прибыльных технологий / Генри Чесбро; пер. с англ. В.Н. Егорова. – М.: Поколение, 2007. – 333с.: а-ил
166. Шаталова, С. Правила начисления амортизации будут менять в течении трех лет: [Интервью с С. Шаталовым] / беседовал Н. Лукина. – (У нас в гостях) // Главбух. – 2010. - № 16. – С. 4-5
167. Щербакова, Л.И. Государственное регулирование развития инновационного предпринимательства на базе венчурного капитала. – М.: ИНФРА-М. – 1996. – 230 с.
168. Ягудин, С. Стратегия развития венчурного инвестирования в России / С. Ягудин, А. Бебрис. – (Инновации) // Наука и инновации. – 2011. - №2. – С.33-34
169. [www.allventure.ru](http://www.allventure.ru)
170. [www.ravi.ru](http://www.ravi.ru)
171. [www.rvk.ru](http://www.rvk.ru)
172. [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)
173. [www.nalog.ru](http://www.nalog.ru)