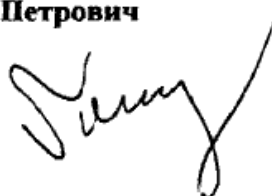


61:02-8/1534-X

Санкт-Петербургский Государственный Университет

На правах рукописи

Петренко Дмитрий Петрович



**Экономический и организационный механизм венчурного финанси-
рования инновационных проектов**

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

ДИССЕРТАЦИЯ

НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА ЭКОНОМИЧЕСКИХ НАУК

Научный руководитель -
доктор экономических наук,
профессор О.В.Мотовилов

Санкт-Петербург
2002 год

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.	3
Глава 1. Формы поддержки инновационного предпринимательства	10
§1.1. Отечественный опыт поддержки НИОКР и инноваций.	10
§1.2. Зарубежный опыт поддержки инновационного предпринимательства.	23
Глава 2. Особенности венчурного предпринимательства.	34
§2.1. Рисковое предпринимательство за рубежом.	34
§2.2. Создание и организация финансирования венчурной фирмы.	45
Глава 3. Реализация венчурных проектов в России.	73
§3.1. Особенности отечественной индустрии венчурного капитала.	73
§3.2. Механизмы реализации венчурных проектов и стратегии «выхода» капитала из бизнеса.	80
§3.3. Концепция государственного регулирования сферы рискованного предпринимательства.	102
Заключение.	112
Список использованной литературы.	116
Приложения.	126

Введение

По данным как отечественных, так и западных ученых-экономистов 70-85% прироста ВВП в развитых странах приходится на долю усовершенствованных технологий, продукции, оборудования, содержащих новые знания или решения¹, что однозначно говорит о том, что не экспорт сырьевых ресурсов, а именно инновации способны вывести отечественную экономику из кризиса. Именно интенсивность инновационной деятельности во многом определяет уровень экономического развития: в глобальной экономической конкуренции выигрывают страны, которые обеспечивают благоприятные условия для инновационной деятельности.

Известно, что многие крупнейшие нововведения XX века, особенно, в США, были созданы именно венчурными компаниями (ксерокс, вакуумные лампы, лучевая сварка, микропроцессоры, персональные ЭВМ, вертолет и другие), что серьезно изменило современный жизненный уклад.

В настоящий момент экономика России все больше разворачивается в сторону реального сектора. Появляется значительное количество интернет-проектов, компаний, работающих на высокотехнологичном рынке услуг связи, все это привлекает капитал, обслуживавший прежде финансовые спекуляции.

Опыт работы автора с участниками венчурного предпринимательства показывает, что в последнее время в российской экономике наметились положительные сдвиги также и в финансировании небольших по объему инвестиционных проектов. Причем основными инвесторами в данном случае являются частные малые компании или венчурные капиталисты (частные лица, лично управляющие своим капиталом). Однако действующее законодательство не стимулирует инвесторов такого уровня и является сдерживающим фактором динамичного развития отрасли.

Вышесказанным определяется важность теоретического исследования проблемы организации финансирования и создания условий для интенсивного роста сектора высокотехнологичных рискованных компаний.

Теоретические и методологические основы исследования.

¹ Концепция государственной инновационной политики РФ на 2001-2005 годы//Инновации, №3-4, 2000 г. С.8.

При работе над диссертацией были использованы труды современных западных и отечественных авторов. Были также обобщены и систематизированы для дальнейшего использования материалы справочных изданий, данные из сети Интернет, нормативно-правовая документация, информация по реализованным в Санкт-Петербурге проектам, в которых автор принимал участие. Особое внимание уделено периодике аналитического характера.

Методологической основой работы являются исторический и логический методы, метод анализа и синтеза, метод экономико-статистических сравнений, теоретическое обобщение и прогнозирование, метод моделирования.

Степень разработанности проблемы.

Венчурное финансирование - сравнительно новый вид экономической деятельности. И хотя имеются различные мнения на этот счёт, предполагается, что история этого бизнеса не превышает и пятидесяти лет. Соответственно, нельзя назвать какие-то известные имена, непосредственно связанные с теорией финансирования и организации именно инновационных проектов. Западные учёные, такие как Б.Твисс, Р.Солоу, Э.Денисон, Э.Менсфилд преимущественно абстрагировались от факторов роста предпринимательской активности в своих работах и рассматривали венчурный бизнес лишь с технической точки зрения.

Ведущие отечественные учёные (Д.С.Львов, С.Г.Струмилин, Т.С.Хачатуров) уделяли большое внимание вопросам научно-технического развития, но делалось это в условиях командно-административной системы, соответственно, практически не применимо в данный момент.

В последние два десятилетия в России и за рубежом было опубликовано несколько серьёзных работ, которые в значительной степени связаны с затронутой темой. Можно отметить труды американских учёных, таких как Р.Хизрич и М.Питерс, Дж.Бэннок и М.Кросс, российских С.В.Валдайцева, П.Н.Завлина, О.В.Мотовилова и Н.М.Фонштейн. Интересны исследования американцев Д.Броффи, П.Дракера, россиян А.В.Власова, А.М.Балабан, М.Бунчука, Ю.В.Яковца. Работы П.Гулькина, Д.Медовникова, Я.Миркина освещают текущую ситуацию в отрасли.

Вместе с тем, заключения и выводы перечисленных авторов часто противоположны, кроме того, они не дают ясного ответа на вопрос, почему рост венчурной индустрии ускорился именно в последние десять лет, как связана активность венчурного капитала с состоянием фондового рынка. Неясно также, почему при таком успехе за рубежом, прежде всего, в США, индустрия венчурного капитала в России и в некоторых странах Европы все еще находится в зачаточном состоянии, и каким образом можно изменить сложившуюся ситуацию. Дополнительного уточнения также требует понятийный аппарат, используемый разными авторами.

Объект исследования - субъекты венчурного предпринимательства: венчурная компания, венчурный фонд, компания, управляющая активами фонда, частный рискованный инвестор.

Предмет исследования - механизм организации и финансирования рискованного проекта в зависимости от его размера, срока реализации, склонности инвестора к риску, состояния фондового рынка.

Цель данной работы - разработка концепции создания инфраструктуры и эффективной системы организации и финансирования рискованного инновационного предпринимательства, в соответствии со спецификой отечественной экономики.

Исходя из сформулированной выше цели, в работе поставлены следующие практические задачи:

- проанализировать и описать четкую последовательность возникновения венчурной индустрии (причины возникновения, периоды становления и развития) за рубежом и в России;
- изучить и проанализировать существующие механизмы организации и финансирования малых инновационных предприятий;
- выявить особенности функционирования отечественной индустрии венчурного капитала;
- классифицировать способы организации и финансирования венчурного проекта за рубежом и в России;
- уточнить и дополнить понятийный аппарат, используемый в научной литературе по проблеме малого инновационного бизнеса;

- выявить зависимость количества реализованных в экономике инновационных венчурных проектов от состояния фондового рынка;
- найти наиболее подходящий механизм финансирования венчурных проектов исходя из условий отечественной экономики;
- провести анализ и разработать новые методы прогнозирования будущей доходности венчурных проектов;
- проанализировать методы государственной поддержки венчурной индустрии за рубежом и в России;
- уточнить первоочередные задачи государства по активизации инновационного предпринимательства.

Научная новизна.

Диссертация представляет комплексное, логически завершенное исследование проблемы организации и финансирования рискованных проектов как за рубежом, так и в условиях экономики переходного периода современной России.

Научная новизна характеризуется следующими основными положениями:

1. Выявленные особенности функционирования венчурной индустрии в России позволили создать модель инфраструктуры отрасли, в наибольшей степени учитывающей ограниченность финансовых ресурсов в отечественной экономике и неразвитость (некапиталоемкость) фондового рынка. В данной модели разработано несколько новых подходов к организации венчурного проекта:

- организация «с нуля» новой фирмы, в которой доля инвестора превышает 50%;
- покупка специализированной компании с долей инвестора более 50% или с правом «вето» на любые решения;
- смешанное финансирование (кредитование и капитальное вложение средств) реализуемого проекта (не обязательно связанного с созданием отдельной компании).

Также предложены стратегии «выхода» инвесторов из проинвестированных компаний, которые сведены в единую классификацию:

- образование новой компании, реализующей конкретный проект, и выведение ее на открытую эмиссию;

- образование новой компании для реализации отдельного инвестиционного проекта и при достижении заданных условий ее продажа новому собственнику;

- образование новой компании для реализации инвестиционного проекта без цели вывода ее на фондовый рынок, «проживание с компанией» до завершения жизненного цикла проекта;

- образование одной или нескольких компаний вокруг компании-производителя высокотехнологичной продукции;

- образование компании с постепенным разделением ее на отдельные бизнесы.

2. На основе современных методов формирования и контроля за доходностью инвестиционных портфелей разработана экономико-математическая модель портфеля венчурного инвестора как незамкнутой инвестиционной системы, позволяющая контролировать суммарную доходность портфеля и учитывать его стоимость в любой момент времени. Данная модель внедрена в электронные таблицы Excel с возможностью использования в качестве обучающей программы. Кроме того, при работе с моделью исследована возможность применения нового способа прогнозирования доходности инновационного проекта. Он основан на предварительной классификации отраслей народного хозяйства, к которым можно отнести инвестируемые фирмы, и присвоении каждой отрасли соответствующего коэффициента прогнозируемой доходности. Расчет значения каждого коэффициента основывается на стратегии или перспективе развития отдельной отрасли народного хозяйства на ближайшие 5-10-15 лет. Базой для прогноза служит технический анализ проектов, реализуемых компанией.

3. На основе деятельности паевых инвестиционных фондов, а также первых коммерческих венчурных фондов разработан механизм создания и функционирования публичных фондов рискованного капитала, формируемых преимущественно за счет средств российских инвесторов. Данный механизм учитывает ограниченные финансовые возможности инвесторов, которые проявляются также и в нетерпимости к высокому риску, и краткосрочную политику инвестирования, принятую в России.

4. Выявлена зависимость количества реализованных венчурных проектов от состояния фондового рынка. На ее основе предложено искусственное использование «демонстрационного эффекта» для ускорения развития отрасли. Суть данного эффекта со-

стоит в том, что при определенной поддержке государства или крупных инвесторов успешно реализуется ряд «громких» венчурных проектов. Такие проекты при соответствующей работе службы по связям с общественностью (PR), представляющей интересы как отдельных фондов и инвестиционных компаний, так и государственных органов, могут привлечь в число участников венчурных фондов и компаний значительное количество мелких и средних инвесторов, которые в данный момент нечетко представляют себе, чем является даже классическая «венчурная компания».

5. Анализ зарубежного опыта дал возможность представить способы организации финансирования и создания венчурной компании в виде классификаций, в основу которых положены следующие критерии:

- способ участия инвестора в проекте;
- степень зависимости венчурной компании от учредителя;
- способ организации венчура;
- способ коммерциализации венчурного проекта;
- размер венчурного проекта;
- непосредственные участники рискованной деятельности.

6. На основе всестороннего анализа методов государственной поддержки рискованного предпринимательства в России и за рубежом разработаны мероприятия, которые должны предшествовать созданию и реализации концепции государственного регулирования инновационной деятельности. В этих мероприятиях до начала реализации самой концепции определяется сектор поддержки, выделяются участники инновационного процесса, четко фиксируются правила действия предпринимателей и государственных контролирующих органов. Необходимость разработки таких мероприятий обосновывается тем, что в них содержатся основные положения, характеризующие особенность российской индустрии высоких технологий, без учета которых реализация концепции может оказаться значительно менее успешной.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в том, что положения и выводы, обоснованные в нем, позволяют по-новому взглянуть на процесс создания и финансирования инноваций в России. Кроме того, реализация отдельных положений на практике, например, государственной концепции регулирования от-

расли или использование «демонстрационного эффекта» могло бы значительно изменить ситуацию в отрасли. При соответствующих гарантиях в рискованные проекты были бы направлены не только неиспользуемые капиталы институциональных инвесторов, но и частных лиц, которые сейчас крайне настороженно относятся к любым инвестициям вообще.

Результаты диссертационного исследования могут быть использованы в качестве лекционного или методического материала при преподавании курсов по венчурному финансированию инноваций.

Предложенная автором модель прогнозирования и контроля над доходностью была испытана на практике при анализе состояния финансовых активов инвестиционной компании. Часть промежуточных результатов исследования была использована в концепции привлечения средств стратегических инвесторов в экономику Санкт-Петербурга, разработанной в 2000 году Комитетом по управлению городским имуществом. Кроме этого, некоторые из разработанных способов организации венчурного проекта успешно применяются в венчурной группе компании «Ажио», являющейся одним из крупнейших операторов вексельного рынка Санкт-Петербурга.

Глава 1. Формы поддержки инновационного предпринимательства.

§1.1. Отечественный опыт поддержки НИОКР и инноваций.

К рисковому предпринимательству принято относить малые по форме образования компании, занимающиеся реализацией инновационных проектов. В отечественной экономике ниша таких компаний может быть несколько шире, так как для предстоящего анализа весьма трудно выделить только компании, занятые в высокотехнологичных отраслях. Поэтому к данному сектору мы отнесем все малые компании, занятые реализацией новых, пусть не всегда наукоемких и технологичных проектов. Безусловно, в венчурной индустрии действуют не только малые фирмы, но и такие гиганты, как «Боинг», «Ай-Би-Эм» и другие. Однако специально для этой цели транснациональные корпорации создают отдельные небольшие компании, которые и участвуют в венчурном бизнесе.

Особенностью рискового предпринимательства часто является непредсказуемость финансовых результатов инвестиционного проекта, что отталкивает значительную часть потенциальных инвесторов. Однако доказано, что суммарная доходность рискованных проектов выше, чем в целом по экономике и только риск оказаться в числе «проигравших» может оказывать реальное воздействие на инвестора. С целью защитить интересы инвестора, а также для того, чтобы интенсифицировать деятельность венчурных компаний, оказывающих значительное влияние на ВВП*, государство может проводить целенаправленную политику регулирования данной сферы. Причем, оно может осуществлять регулирование инновационных процессов как непосредственно, иницируя нововведения и выступая участником связанных с этим отношений, так и опосредованно, стимулируя инновации косвенными методами и создавая соответствующий экономический механизм.²

* Доля влияния научно-технического развития на ВВП составляет 67-90% - см. Рогова Е.М. Венчурное предпринимательство в России: теория и практика. СПб., 1995 г. С.7.

² Инновационный менеджмент. Под ред. Завлина П.Н., Казанцева А.К., Миндели Л.Э., М., 1998 г. С.96.

Прямое финансирование - целенаправленное финансирование из бюджета конкретных работ или организаций.³ Выбираются компании, занимающиеся оборонными или конверсионными исследованиями и разработками, а также предприятия, занимающиеся приоритетной в данный момент для государства тематикой (медицина, экология). Также это могут быть фирмы при высших учебных заведениях, выполняющие часть фундаментальных и прикладных исследований.

Кроме заключения контрактов с данными фирмами, государство наряду с благотворительными и другими фондами может выступать и как грантодатель, выдавая субсидии конкретным учёным или предприятиям.

Нормативно-законодательная база регулирования инноваций достаточно обширна и по своей структуре охватывает практически все стороны соответствующей системы регулирования. Вместе с тем, ее построение нельзя считать завершенным, поскольку она постоянно адаптируется к задачам текущего этапа, некоторые документы, в частности, Закон «Об инновационной деятельности и государственной инновационной политике в РФ», все еще находятся на различных стадиях подготовки и рассмотрения.

Однако, отдельные документы, например распоряжение Правительства РФ № 362-р от 10 марта 2000 года «об учреждении Венчурного инновационного фонда - некоммерческой организации с начальным капиталом 100 млн. рублей» и соответствующая концепция работы фонда уже официально утверждены.

Рассмотрим существующую инфраструктуру прямой поддержки инноваций в части деятельности специально созданных для этой цели фондов. Фундаментальные исследования финансируются, в основном, за счет бюджетных источников, в том числе за счет Российского Фонда фундаментальных исследований (РФФИ). РФФИ создан Указом Президента РФ от 27 апреля 1992 г. № 426 «О неотложных мерах по сохранению научно-технического потенциала РФ».⁴ Фонд формируется за счет отчисления в него 6% ассигнований, предусмотряемых на финансирование науки по федеральному бюджету.

³ Завлин П.Н., Ипатов А.А., Кулагин А.С. Инновационная деятельность в условиях рынка, СПб., 1994 г. С. 31.

⁴ <http://docs.rcme.ru/rus/RC/Innovations/Part2-3.htm>

ту.⁵ Основной целью его деятельности является «поддержка инициативных научных проектов».

Однако средства, выделяемые Фондом творческим коллективам на проведение исследований по конкретным темам, как правило, минимальные. Серьезных научных результатов от таких инвестиций ожидать не приходится. Поэтому общепринятым для участников таких работ часто является либо отчетность старыми результатами, либо поверхностные, не доведенные до глубокого обоснования оценки. Стремление как можно шире охватить обширную тематику исследовательских центров, ВУЗов, НИИ, академических институтов «размазывает» ресурсы Фонда тонким слоем на множество тематических направлений, не обеспечивая необходимого для практики уровня научных результатов.

Такой результат, на наш взгляд, вполне закономерен. РФФИ создан еще Указом Президента РФ от 27 апреля 1992 г., направленным на «сохранение научно-технического потенциала РФ» в рамках чрезвычайных мер, призванных поддержать катастрофическое положение науки. Никаких иных критериев, кроме сохранения научных школ, данным руководящим документом и не ставилось. Очевидно, что такой подход не может быть основой долгосрочной политики. Но главная ущербность и опасность такого подхода состоит в том, что при долгосрочной его «эксплуатации» он не решает и той задачи, которая перед ним ставится на чрезвычайный период - сохранение научно-технического потенциала.

Выделяемые средства недостаточны для того, чтобы удержать наиболее высококвалифицированные кадры ученых и специалистов в тех областях, где Россия имеет действительный приоритет, чьи знания востребованы в благополучных обществах и государствах. В результате происходит неконтролируемый процесс диффузии знаний. Россия постепенно теряет как раз ту часть своего потенциала, которая могла бы обеспечить ей приоритет в новых технологиях и конкурентоспособную продукцию высокой степени переработки.

⁵ Инновационный менеджмент/под. Ред. Завлина П.Н., Казанцева А.К., Миндели Л.Э., М., 1998 г. С.389.

Следующий этап научных исследований (прикладных исследований) финансируется из других источников.

Практика последних лет показала, что основным источником финансирования прикладных исследований и разработок являются собственные средства предприятий. Для оказания поддержки предприятиям, осуществляющим инновации, государство сформировало систему внебюджетных фондов. Как и у РФФИ, сфера деятельности этих фондов не только - малый бизнес. Тем не менее, проекты малого бизнеса составляют настолько заметную часть в их портфелях, что деятельность этих фондов по поддержке малых предприятий вполне соизмерима с программами, исключительно ориентированными на поддержку малого бизнеса.

Схема формирования внебюджетных фондов НИОКР состоит в следующем. В соответствии с Постановлением Правительства от 13 октября 1999 г. № 1156 «О порядке образования и использования отраслевых и межотраслевых внебюджетных фондов научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ» федеральным министерствам и иным органам власти, а также корпорациям, концернам и ассоциациям, осуществляющим координацию деятельности по разработке, финансированию и реализации комплексных и целевых научно-исследовательских программ, а также научно-исследовательских работ (услуг), разрешено формировать внебюджетные фонды.⁶ Фонды формируются за счет добровольных отчислений предприятиями и организациями независимо от форм собственности части прибыли в размере 1,5% от себестоимости реализуемой продукции. Суммы указанных отчислений включаются в себестоимость продукции предприятий. Все внебюджетные фонды проходят регистрацию в Министерстве промышленности, науки и технологий РФ и обязаны ежеквартально перечислять 25% поступающих к ним средств в специально созданный при Минпромнауки Российской фонд технологического развития (РФТР).

Все эти фонды, включая РФТР, и являются основными субъектами, оказывающими поддержку предприятиям.* Средства внебюджетных фондов разрешается направлять исключительно на финансирование научно-исследовательских и опытно-

⁶ <http://docs.rcme.ru/rus/RC/Innovations/Part1-3.htm>

* В данный момент за счет РФТР происходит формирование Венчурного инновационного фонда, деятельность которого подробнее рассматривается далее.

конструкторских работ по созданию новых видов наукоемкой продукции, сырья и материалов, разработки новых и совершенствование применяемых технологий, мероприятий по повышению технического уровня продукции, работ по стандартизации, сертификации и лицензированию продукции. Для реализации крупных проектов средства всех фондов разрешается консолидировать на договорной основе. В действительности этого не происходит: РФТР работает самостоятельно и практически не взаимодействует с ведомственными внебюджетными фондами.

В отличие от РФФИ, осуществляющего финансирование проектов на безвозвратной основе из бюджетных источников, РФТР предоставляет возвратные беспроцентные кредиты на срок до 3-х лет величиной порядка 100-200 тыс. долл. США (в рублевом эквиваленте по текущему курсу).⁷ При этом в первый год идет только освоение средств, в следующие два заемщик должен вернуть предоставленный кредит. Определенные требования предъявляются к финансовому состоянию заемщиков.

Среди проектов малых предприятий, поддержанных РФТР, новая система гасителей колебаний вагонов (малое предприятие при институте Келдыша), производство бесфреоновых холодильников (малое предприятие при заводе «Станкоконструкция»), новые станки для обработки камня (малое предприятие при Московском энергетическом институте), производство стеновых панелей из гипса (поддержан также московским Правительством). В региональном разрезе поддерживаемые проекты распределяются следующим образом: Москва (более 50%), а также Санкт-Петербург, Новосибирск, Дзержинск, Подмоскowie, Красноярск, Тамбов.⁸

Руководство Фонда отмечает в последнее время рост качества подготовки материалов, представляемых для получения поддержки, и, в более общем плане, более основательную подготовку проектов, в том числе их экономическое обоснование. По опыту Фонда малые предприятия оказываются также более дисциплинированными заемщиками. Хотя крупные предприятия выглядят более состоятельными, у них больше имущества и авторитета, малые предприятия более ответственны по отношению к своим долговым обязательствам и, в целом, гораздо реже нарушают их перед Фондом, чем крупные.

⁷ <http://docs.rcme.ru/rus/RC/Innovations/Part1-3.htm>

⁸ <http://docs.rcme.ru/rus/RC/Innovations/Part2-3.htm>

Серьезным недостатком деятельности РФТР предприниматели отмечают его чрезмерную забюрократизированность. В целом, РФТР не ориентирован на работу с малым бизнесом, поэтому у части предпринимателей складывается впечатление, что недостатки содержательной экспертизы проектов подменяются множеством формальных требований, удовлетворить которые даже при тщательной подготовке проектов представляется крайне затруднительным.

Проблемы эффективности использования финансовых ресурсов актуальны как для внебюджетных фондов, так и для бюджетных. Однако эта проблема для разных внебюджетных фондов имеет различные причины. Применительно к РФТР - это проблема возвратности предоставленных кредитных ресурсов. Связано это, в первую очередь, с тем, что механизм прямой поддержки инноваций не увязан с механизмом косвенной. Без облегченного входа на рынок предпринимателю трудно коммерчески успешно реализовать новый продукт, что приводит иногда к личному банкротству инноватора и невозврату кредита во внебюджетный фонд.

Иные проблемы испытывают предприниматели при взаимодействии с отраслевыми внебюджетными фондами НИОКР. По определению их совокупный потенциал как минимум в 3 раза превышает ресурсы РФТР, в силу чего можно было бы рассчитывать на соответствующие показатели и масштабы деятельности. Однако по причине ведомственной принадлежности их деятельность трудно поддается анализу, это более закрытые организации. Тем не менее, некоторые негативные тенденции в их деятельности можно выделить:

- ведомственная «привязанность» фондов - это закрывает дорогу к ресурсам стороннему разработчику;
- поддержка ведомствами отраслевой науки, часто на безвозвратной основе - это снижает заинтересованность в коммерциализации результатов;
- возможность неконтролируемого расходования средств создает поле для злоупотреблений;
- несовпадение тактических целей компаний стратегическим планам ведомств тормозит инвестиционный процесс.

Соответственно, ресурсы фондов расходуются неэффективно и желаемого результата государство не достигает.

Основными субъектами, оказывающими государственную поддержку инновационной деятельности малых предприятий, являются Федеральный фонд поддержки малого предпринимательства и Федеральный фонд развития малых форм предпринимательства в научно-технической сфере. При этом, если первый из названных фондов ориентирован, главным образом, на поддержку малого бизнеса вообще, доля поддержки им инновационных проектов составляет не более 10%, то второй создан для поддержки и работает исключительно с малым инновационным предпринимательством.

По многочисленным отзывам предпринимателей, Фонд развития - это наиболее открытый к сотрудничеству фонд, пользующийся в среде предпринимателей заслуженным признанием. Отмечаются его мобильность, активность, гибкость и последовательность в реализации своей стратегии.

Фонд формируется за счет бюджетных средств (1,5% от средств, выделяемых бюджетом на науку) и средств, поступающих по выданным ранее кредитам. Принципиальным положением стратегии Фонда является поддержка только тех проектов, которые имеют гарантированный (обоснованный) сбыт продукции. Средства на проведение исследований не выделяются - только на расширение рынка. Предпочтение отдается проектам, уже заявившим себя на рынке, занявшим определенную нишу и потому ориентированным на расширение рынка, увеличение объемов продаж, создание дилерской сети и т.д.

Кроме поддержки конкретных инновационных проектов Фонд реализует программы формирования региональной инфраструктуры, поскольку лишь 50% ресурсов Фонда расходуется на поддержку московских (включая область) проектов, а еще 50% - на поддержку проектов в регионах на долевых с местной администрацией принципах. Проводится также обучение предпринимателей, в том числе и за границей, финансируется участие малых предприятий в выставках.

Хотя обеспеченная степень возврата средств по ранее выданным кредитам составляет порядка 70%⁹, для бюджетного фонда, работающего с инновационными произ-

⁹ <http://docs.rcme.ru/rus/RC/Innovations/Part2-3.htm>

водственными проектами, практически не используя банковские технологии (залог, гарантии, страхование и пр.), это вполне приемлемая величина.

Однако, не менее важной, чем поддержка конкретных проектов, является деятельность по формированию инфраструктуры, или *косвенное финансирование* НИОКР.

Двумя основными элементами косвенной поддержки являются:¹⁰

- налоговые льготы, регулирующие хозяйственную деятельность компаний;
- амортизационная политика, одобренная и принятая государством.

Суть первого метода стимулирования НИОКР заключается в следующем:¹¹

- освобождение от налогообложения отдельных категорий плательщиков или отдельных видов деятельности;
- изъятие из объектов налога отдельных составляющих его элементов;
- установление необлагаемого минимального объекта налога;
- понижение налоговых ставок для отдельных категорий плательщиков;
- вычитание из исчисленной суммы налогов;
- отсрочка взимания налогов (налоговые каникулы).

Смысл льготной амортизационной политики состоит в следующем: применение ускоренной или неравномерной амортизации по отношению к основным фондам, представляющим высокотехнологичное оборудование (отличающееся быстрым моральным старением и имеющееся в официальном списке в налоговой инспекции) позволяет фирме быстро обновлять свои фонды, не теряя при этом конкурентных преимуществ. Высокие амортизационные отчисления в первые годы выпуска нового товара (на новом оборудовании) позволяют фирме иметь максимум прибыли за счёт экономии на налоге (на прибыль), а также дают возможность пройти первый (самый сложный) этап становления и закрепления на рынке.*

Также используются меры по поддержке предпринимателей путём предоставления льготных тарифов по оплате коммунальных услуг, путём государственного гарантирования инвестиций в инновации (важный момент для привлечения инвестиций из-за

¹⁰ Управление исследованиями, разработками и инновационными проектами. Под редакцией С.В.Валдайцева, СПб, 1995 г. С.37.

¹¹ Мотовилов О.В., Источники капитала для финансирования нововведений, СПб, 1997 г. С.43.

рубежа). Предоставление таможенных льгот на экспорт или импорт наукоёмкой продукции, требование опережающей стандартизации, прямое воздействие на условия кредитования инновационных проектов (создание уполномоченных банков, льготное отчисление резервных норм банков на цели финансирования нововведений) - всё это элемент инвестиционной политики, проводимой государством.

Продолжая анализ деятельности Фонда развития (в части косвенной поддержки НИОКР) можно отметить, что при финансовом участии Фонда созданы технопарки в МГУ, Санкт-Петербурге, Зеленограде. Учредители выделяют площади, Фонд оплачивает их реконструкцию, создается инновационно-деловой центр, который сдает эти площади инновационным предприятиям на лучших условиях, чем просто коммерческая аренда. Кроме аренды здесь на льготных условиях представляется также набор общих услуг (факс, телефон, доступ в Интернет, множительные, секретарские, бухгалтерские и юридические услуги и пр.). Опыт работы таких технопарков показывает правильность стратегии и ее высокую эффективность. Кроме того, что такие центры снижают индивидуальные издержки предпринимателей, здесь за счет обмена информацией и опытом между различными предприятиями рождаются новые проекты, новые решения, схемы сбыта и т.д. Немаловажным является также то, что в технопарках отсутствуют условия для ведения теневой деятельности.

Об эффективности этой формы государственной поддержки говорят следующие факты из практики научного парка МГУ. В 1996 г. парк на возвратной основе получил на свое развитие 2 млрд. руб., в том же году в бюджет с площадки ушло порядка 3,5 млрд. руб. налогов, причем сумма налоговых отчислений из года в год растет.¹²

Благодаря поддержке местных властей созданы и функционируют технопарки в Петербурге и, например, Владивостоке. Если в нашем городе предприниматели получают льготы в виде низкой арендной платы, обеспечиваются безопасностью, качественными средствами телекоммуникаций, информационной и консалтинговой поддержкой, то во Владивостоке запущен также налоговый механизм стимулирования инновационной деятельности. Фактически, в Приморском крае создана свободная экономическая

* Из стран, активно использующих этот метод, известны США, Япония и Франция - см. Теория и механизм инноваций в рыночной экономике. Под ред. Яковца Ю.В., М., 1997 г. С.42.

¹² <http://www.nw-innovations.ru>

зона (СЭЗ) «Находка». Преимущества данной СЭЗ следующие: иностранные компании, размещающие и использующие импортное оборудование на территории промышленного парка, не платят соответствующие таможенные пошлины и налоги; компании освобождаются от уплаты налога на прибыль (в той части, которая собирается в местный бюджет) при условии, что более 50 % товаров или услуг экспортируется за пределы РФ; освобождаются от местных налогов также и те, кто инвестирует прибыль в модернизацию производства на территории технопарка.¹³ Для российских компаний - участников технопарка предусмотрены также и следующие льготы: во-первых, они освобождаются от уплаты налогов в территориальный дорожный фонд; во-вторых, при условии экспорта более 40% продукции за рубеж, предприятия освобождаются от местной части налога на прибыль в первые пять лет, в последующие с них взимается 50%, и до момента ликвидации - 75%.¹⁴

Опыт функционирования подобных зон показывает, что именно создание точечной зоны экономического благоприятствования дает наибольший эффект. Например, в Петербурге наиболее успешным инновационно-технологическим центром (ИТЦ) считается ИТЦ «Регионального фонда научно-технического развития Санкт-Петербурга», расположенный на территории ОАО «Светлана». Наиболее инновативным считается технопарк Электротехнического университета, несмотря на то, что по масштабу он в 10 раз меньше средневропейского технопарка - около 7 000 кв.м.¹⁵

Между тем, несмотря на выгоды, которые получает предприниматель в ИТЦ, основные сделки совершаются все же вне технопарка. Связано это как с тем, что реализация высокорентабельного проекта не может ни вызвать повышенного внимания соответствующих инстанций, так и с тем, что значительная налоговая нагрузка в виде федеральной части все равно остается.

Кардинальные шаги в этом направлении были предприняты в 1998 году правительством Кириенко, которое подошло к проблеме наиболее радикально: цель специального подготовленного Постановления Правительства РФ от 31 марта 1998 г. № 374

¹³ Демкин Д. Свободная экономическая зона «Находка»//Коммерсантъ №163, 1997 г. С.7.

¹⁴ Там же.

¹⁵ Киселев К. Научно-техническая сфера: деловая активность лишь теплится//Дело СПб, №9, 1998 г. С.4.

«О создании условий для привлечения инвестиций в инновационную сферу» - формирование особого климата, обеспечивающего приток инвестиций в инновационную сферу. Для этого предлагалось:

- использовать для финансирования инновационных проектов средства международных займов;
- ввести специальные квоты на финансирование таких проектов из средств федерального бюджета;
- разработать систему государственного участия в финансировании высокорисковых наукоемких проектов (для чего внесены соответствующие изменения в уставы некоторых фондов);
- выделить средства для «финансового обеспечения правовой охраны в Российской Федерации и за рубежом объектов промышленной собственности, созданных с использованием средств федерального бюджета»;
- внести предложения по «отнесению расходов, связанных с разработкой наукоемкой высокоэффективной техники, на себестоимость выпускаемой продукции».

Кроме того, специальными статьями Налогового Кодекса, принятого Госдумой в июле 1998 г., предусмотрено предоставление инвестиционного налогового кредита «для осуществления инновационной или внедренческой деятельности». Эти шаги можно считать первыми действительными и конкретными мерами, направленными на реальную поддержку инновационной деятельности на федеральном уровне, однако в связи со смелой Правительством реализованы они лишь частично.*

При этом, ни в принятых мерах по интенсификации инновационного процесса, ни в предполагающихся к принятию не учитывается должным образом значение венчурного инвестора, являющегося, по сути, основным «инновационным» двигателем.

Таким образом, предварительный анализ нормативно-законодательной базы и инфраструктуры государственной поддержки инновационной деятельности позволяет

* Из уже реализованного можно отметить создание Венчурного инновационного фонда и обеспечение его государственными средствами, предоставление по факту осуществления внедренческой деятельности инвестиционного налогового кредита, а также принятие 25-й Главы НК РФ, в которой учтен ряд перечисленных выше моментов.

сделать некоторые замечания относительно целостности государственной политики в этой области.

1. Государственная инновационная политика в области малого предпринимательства как элемент системы государственного регулирования не сформирована, она фрагментарна и нестабильна. На нормативно-законодательном уровне не сформирована система целей, согласованных с задачами и функциями органов управления. Тесно связанная с инновационной государственная научно-техническая политика также строится на основе целеполагания чрезвычайного характера - сохранение научно-технического потенциала. Эта задача, безусловно, актуальная, но не может служить основой долгосрочной национальной политики.

2. Если прямая государственная поддержка инноваций находится на соответствующем состоянии экономики уровне, созданы и функционируют фонды различного назначения, происходит, по крайней мере, частичное (от запланированного) финансирование НИОКР, то косвенная поддержка развита слабо. Механизм ускоренной амортизации хотя и проработан на законодательном уровне, практически не используется предпринимателями. Основная причина - слишком сложный процесс согласования. Кроме того, следствием применения ускоренной амортизации является завышенная себестоимость, а это часто приводит к тому, что при низкой рентабельности предприятие продает продукцию ниже себестоимости и платит при этом соответствующий налог (не имеющий аналогов в развитых странах)¹⁶. К тому же и сами предприятия используют амортизационные отчисления на инвестиции лишь на 5-30%, пополняя оставшейся частью оборотный капитал.¹⁷ Льготное налогообложение также практически не используется предпринимателями, так как помимо длительного процесса согласований в различных инстанциях требует однозначного понимания как со стороны компании, так и со стороны инспекции по налогам и сборам. На практике же именно в этом месте возникают постоянные конфликты. Единственным положительным исключением можно считать косвенную поддержку индустрии со стороны местных властей. Однако даже этот вид поддержки реали-

¹⁶ Рубченко М. Особенности национальной налоговой системы пореформенного периода//Эксперт, №1, 1997 г. С. 37.

¹⁷ Водянов А., Губина И. Переоценка ценностей: хозяйственный аспект// Эксперт №6, 1996 г. С.49.

зуются не в каждом регионе, к тому же со стороны властей часто выдвигаются встречные требования к инновационным компаниям. При этом, фирмы венчурного капитала, готовые финансировать рискованные проекты, не получают вообще никакой поддержки и рассматриваются лишь как дополнительный источник формирования доходной части бюджета.

3. Оценивая информационный элемент системы государственного регулирования инновационной деятельности, можно утверждать, что существующая система государственной статистики лишь частично выполняет эту функцию. Государственная статистическая отчетность по инновационной деятельности (использование объектов промышленной собственности, патентование и пр.) предоставляется всеми предприятиями, независимо от формы собственности, кроме малых и совместных. Последние выборочно обследуются по форме № П-2 «Сведения об инвестициях». Выявить по этой отчетности состояние инновационной деятельности не представляется возможным. Единственная позиция этой формы «Вложения в нематериальные активы» мало что может сказать о содержании процесса. Таким образом, состояние инновационной деятельности в наиболее мобильном сегменте предпринимательства органами государственной статистики практически не наблюдается, следовательно, не контролируется органами государственного управления.

Несмотря на недостатки правового обеспечения инновационной политики, на практике формирование инфраструктуры пошло более рациональным путем: элементы инфраструктуры охватывают все фазы инновационного цикла, и это является достоинством системы поддержки. Сформированная система фондов позволяет аккумулировать ресурсы и обеспечивает финансирование различных этапов разработок. За истекшие годы получили поддержку и смогли развернуться многие предприниматели. Вместе с тем, системные недостатки инновационной политики, о которых говорилось выше, проявились в следующих основных недостатках инфраструктуры: негибкие условия и дискретность системы поддержки инновационных проектов, отсутствие долгосрочной государственной стратегии в отношении НИОКР.

§2.2. Зарубежный опыт поддержки инновационного предпринимательства.

Более четкая картина в отношении поддержки инновационного предпринимательства сложилась за рубежом. Причем, основным, и главное, наиболее влиятельным игроком здесь также является государство. Произошло это потому, что опытным путем было установлено, что один доллар государственных инвестиций в сферу НИОКР окупается многократно. И оказывается значительно выгоднее даже в моменты кризисов увеличивать вложения средств в НИОКР, чем сокращать бюджет по данным статьям. Именно реализация Ф.Рузвельтом основных положений Дж.М.Кейнса, в которых одним из ключевых было выделение спроса на товары и услуги в качестве основополагающего фактора регулирования экономики, а главным инструментом развития спроса – всемерное поощрение инвестиционной активности, вывела страну из затяжной депрессии 30-х годов.¹⁸

Какие государственные организации занимаются финансированием малых наукоемких фирм? В США это непосредственно НАСА, Министерства Энергетики, Здравоохранения, Обороны и Социальных услуг.

Ещё в конце семидесятых по инициативе Конгресса США была разработана исследовательская программа инноваций для малого бизнеса (ПРИИМБ) с целью преодоления «кризиса внедрения», возникшего по вине крупных корпораций и приведшего страну к очень небольшим объемам внедрения результатов научно-технической деятельности в производство.

В 1982 году был принят закон об инновационных исследованиях малого бизнеса «Small business innovation research act». И уже с 1983 года началась активная деятельность по программе ИИМБ: за четыре года объем инвестиций, инициированный программой, вырос почти в десять раз (с \$45 млн. в 1983 году до \$400 млн. в 1987 году). В соответствии с ИИМБ каждое государственное ведомство, имеющее бюджет выше \$100 млн., должно выделять на создание собственной программы ИИМБ 1.25% этого бюджета.¹⁹

¹⁸ Кушлин В. Государственное регулирование экономики: цели, теоретические модели, практика// Экономист №2, 1995 г. С.74-78.

¹⁹ Савельева З.А. Венчурные фирмы и их роль в ускорении научно-технического прогресса//Вестник СПбГУ №2, сер.5, 1994 г. С. 117.

ПРИМБ в настоящее время обеспечивает рисковым капиталом индивидуальных изобретателей или малые фирмы (до 500 занятых), предоставляя кредиты под исследовательские проекты, если последние отвечают требованиям федерального правительства, и имеют коммерческий потенциал.

Совместно с ПРИМБ в 1992 г. была введена в действие Программа Передачи Технологий Малого Бизнеса. По этой программе федеральные органы, агентства и администрации обязаны оказывать консультации представителям малого бизнеса по различным вопросам участия малых фирм, компаний и предприятий в совместных программах с правительственными агентствами, по механизму сотрудничества на контрактных и других основах, по созданию новых предприятий, по патентно-лицензионной деятельности и другим вопросам.

Принятый в 1982 году закон был дополнен в 1986 и 1992 году, тем самым действие программ было продлено до 2001 года.²⁰

Рассмотрим обе программы подробнее:

Программа Инновационных Исследований Малого Бизнеса (ПРИМБ)²¹

Программа призвана обеспечить начальным капиталом и помочь американскому малому бизнесу участвовать в осуществляемых американскими федеральными агентствами научных и опытно-конструкторских работах.

Организационная структура программы отражает понимание того факта, что инновационный процесс и продвижение нового продукта на рынок носит высокорисковый характер. В этом смысле государство выступает как венчурный капиталист, а программа разделена на три фазы.

Фаза 1 отражает возможность технологического решения и установления превосходства предложенного процесса (инновации) для решения заранее объявленных потребностей федерального агентства. Длительность этой фазы не превышает 6 месяцев, а финансирование не превосходит 100 000 долларов США.

Фаза 2 отражает основные научно-технические усилия в данной программе. Выполнение работ основывается на результатах работ Фазы 1, возможностях предприятия малого бизнеса и его коммерческом потенциале. Работы Фазы 2 должны привести к созданию прототипа изделия,

²⁰ Золотых Н.И., Цыганов С.А. Государственная поддержка инновационной деятельности//Инновации №7-8, 1999 г. С.20.

продукта, технологии и еще в большей степени, чем в Фазе 1, показать преимущества инновации. Длительность этой фазы не превышает 2-3-х лет, а финансирование 750 000 дол. США.

Фаза 3 - это процесс разработки продукта в целях его коммерциализации. При этом должны использоваться иные источники, нежели финансирование по программе ИИМБ. Важное значение придается средствам частного сектора, федеральное агентство также может финансировать Фазу 3, если разрабатываемый продукт, технология используется агентом для собственных нужд.

Законом также определена:

- Необходимость поддержки только предприятий, компаний и фирм малого бизнеса (независимых коммерческих компаний с собственным капиталом, оперирующих на территории США, управляющихся американским гражданином и имеющих не более 500 служащих). Другие ограничения связаны с участием в деятельности малого предприятия иностранного капитала и проведением субконтрактных работ.
- Обязательность участия в программе всех федеральных агентств, чей внешний бюджет на научные исследования и разработки превышает 100 млн. дол. США.
- Необходимость направления на поддержку этой программы определенного процента средств внешнего бюджета (в 1997 г. - 2,5%).
- Обязательность для каждого федерального агентства предварительного оповещения о направлениях деятельности, в которых нуждается данное агентство, в каждом новом объявляемом цикле программы ИИМБ.
- Конкурсность всех фаз и циклов программы.
- Типовая процедура заключения контрактов или предоставления грантов (требования к заявкам, формы грантов или контрактов, система платежей, отчетность и аудит, использование результатов и вопросы интеллектуальной собственности)

С 1982 г. в поддержке этой программы принимают участие 11 федеральных агентств. В 1998 г. на цели программы было потрачено 1,1 млрд. дол. США. Основной вклад в финансирование программы вносят Департамент Обороны (50%), Службы охраны здоровья (20%), Национальное Космическое Агентство (13%), Департамент энергии (8%) и Национальный научный фонд(5%).

В соответствии с законом общую координацию работ по программе осуществляет американская Администрация Малого Бизнеса (АМБ). АМБ создана в 1953 году и является независи-

²¹ Управление инновациями. Становление и развитие малой технологической фирмы/Сборник

мым федеральным ведомством, направляемым Конгрессом.²² В функции АМБ входит прежде всего консультирование предпринимателей, издательская работа и другая комплексная помощь, за исключением прямого финансирования (её получает не более 2% обратившихся фирм).²³ То есть главная цель этого ведомства - помочь предпринимателю организовать своё дело.*

Программа Передачи Технологий Малого Бизнеса (ПТМБ)²⁴

Центральный пункт данной программы - расширение финансовых возможностей поддержки инновационного процесса, рождаемого в стенах мощных исследовательских неприбыльных организаций. Цель, которую преследовал Конгресс США, выдвигая эту программу, состояла в создании более благоприятных условий для неприбыльных организаций (в первую очередь университетов) в продвижении разработанных ими высокотехнологичных продуктов на рынок с использованием коммерческого опыта предприятий малого бизнеса.

В отличие от программы ИИМБ, программа ПТМБ предоставляет финансовую поддержку предприятиям малого бизнеса только для осуществления ими совместных научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ с неприбыльными исследовательскими организациями (такими, как университеты). При этом предполагается, что вклад в исследовательскую работу в научно-исследовательской организации составляет не менее 30%, а вклад малого предприятия должен быть не менее 40%.

Также как и программа ИИМБ, программа ПТМБ предусматривает:

- Участие федеральных агентств (в 1998 г. - Department of Defense, Department of Energy, Department of Health and Human Services, National Aeronautics and Space Administration, National Science Foundation).
- Направление каждым агентством на поддержку этой программы определенного процента средств внешнего бюджета (в 1997 г. - 0,15%).
- Обязательность для каждого федерального агентства предварительного оповещения о направлениях инновационной деятельности, в которых нуждается данное агентство в каждом новом объявляемом цикле программы.
- Конкурсность всех фаз и циклов программы.
- Типовую процедуру предоставления грантов или заключения контрактов.

статей, М., 1999 г. С.202.

²² Власов А.В. Механизмы поддержки малых предприятий, М., 1999 г. С.21.

²³ Разумнова И.И. Малый бизнес и эффективность американской экономики, М., 1990 г. С.32.

* Тем не менее только за последние 10 лет АМБ выделила более 48 млрд. долларов в ссудах для малых предприятий – см. U.S. Small Business Administration, release 97-63, 1997.

Также как и ПИИМБ, программа ПТМБ предполагает наличие трех фаз ее выполнения и финансирования.

Фаза 1 - начальная стадия - предназначена для исследования анализа технической и коммерческой осуществимости проекта. Финансирование до 100 000 долларов США. Длительность Фазы 1 не превышает одного года.

Фаза 2 предполагает дальнейшее развитие результатов Фазы 1 с целью более полного определения коммерческого потенциала разработки. Финансирование до 500 тысяч долларов США рассчитано на срок не более двух лет. В работах по Фазе 2 могут участвовать только коллективы, успешно выполнившие Фазу 1 и прошедшие конкурсный отбор.

Фаза 3 - это период, когда новшество переходит из лабораторий на рынок. В этот период не предполагается финансовой поддержки со стороны программы.

Как и в предыдущей программе, координацию работы агентств осуществляет АМБ. Она же обеспечивает информационное обеспечение участников инновационного процесса.

Объем программы ПТМБ значительно меньше, нежели ПИИМБ, и составляет в данный момент всего порядка 100 млн. долларов США (ежегодно). Тем не менее, именно благодаря этой программе стало возможно соединение высокого научно-технологического уровня достижений университетов США с деловым прагматизмом и коммерческим потенциалом малого бизнеса. Считается, что благодаря ПТМБ значительно успешнее преодолевается проблема совместной интеллектуальной собственности, созданной за счет средств федерального бюджета.

Также, в конце семидесятых был принят закон, обязывающий каждый штат иметь собственный венчурный фонд. И по принятому уставу штата средства на финансирование инновационной деятельности должны тратиться в размере не менее оговоренного процента от бюджета фонда. Причём в начале девяностых право организовывать такие фонды получили и муниципалитеты, а в некоторых случаях и районные власти (в Нью-Йорке создано шесть таких районных фондов, в Лос-Анджелесе - пять).²⁵

В части косвенных мер поддержки, принятых в США, наряду с традиционными используются следующие:

²⁴ Управление инновациями. Становление и развитие малой технологической фирмы/Сборник статей, М., 1999 г. С.204.

²⁵ Кальварский Г.В. Новые формы финансирования, организации и экономико-правовой защиты инновационной деятельности, СПб, 1991 г. С.17.

- льготное обложение доходов инвесторов на рынке ценных бумаг в случае, если период инвестиций превышает 6 месяцев (20% вместо 40%)²⁶;
- освобождение от налогов доходов инвестиционных компаний, полученных от вложений в ценные бумаги в виде процентов и дивидендов (Закон об инвестиционных компаниях, принят в 1940 году).²⁷

В Японии проблемами малого наукоёмкого бизнеса занимается Министерство внешней торговли и промышленности (МВТП), а также Центр рискованных фирм, созданный при МВТП.²⁸ Хотя по своим масштабам японский венчурный рынок ещё значительно отстаёт от американского, государство предпринимает все возможные шаги по его развитию. В последнее время в Японии открыто обсуждаются факторы, оказывающие значительное влияние на замедление роста японской экономики (система долгосрочного найма, низкая мобильность научных кадров в середине карьеры).

В странах ЕЭС также разработаны и реализуются специальные программы помощи малому исследовательскому предпринимательству. Например, когда в 1982 году Министерство промышленности Великобритании стало возмещать инновационным банкам до 80% займа при банкротстве рискованной компании, объём кредитования банками этой сферы вырос в несколько раз.²⁹ А в Финляндии, к примеру, доля государственных средств при финансировании наукоёмких компаний составляет более 20%, а затраты на НИОКР растут в следующей пропорции:³⁰

- 1971 год - 0.9% ВВП;
- 1979 год - 1.1% ВВП;
- 1986 год - 1.6% ВВП;
- 1990 год - 2% ВВП;

²⁶ Аммосов Ю. Рынки//Эксперт №24, 2000 г. С.8.

²⁷ Паевые фонды США и Европы//Экономика и жизнь. Санкт-Петербургский региональный выпуск №52, 1995 г. С.10.

²⁸ Дудина В.Р. Опыт зарубежных стран, Минск, 1990 г. С.8.

* Эта сумма складывается из премиальных, которые будут выплачиваться банком Министерству в размере 1-2,5% от суммы кредита в течение 2-7 лет, кроме того, заемщика в случае невыплаты долга ожидает процедура банкротства – см. <http://www.nw-innovations.ru>

²⁹ Лиман И.А., Павел Е.В. Поддержка и регулирование деятельности инновационных фирм в регионах//Вестник СПбГУ №1, сер.5, 1996 г. С.126.

³⁰ Лебедев В.О., Тихоненкова Е.Н., Шлепков С.В. Создание рискованных предприятий. Вопросы финансирования: Учебное пособие, Л., 1989 г. С.9.

- 2000 год – 3,1% ВВП³¹.

Что, очевидно, и позволяет такой небольшой и небогатой ресурсами стране быть конкурентоспособной на мировом рынке.** Вообще, страны Северной Европы часто опережают даже США в относительных расходах на НИОКР, например, в Швеции – это 3,8% от ВВП в 1997 году³², хотя доля государственных затрат по прежнему выше всего в США – более 60%³³.

И если прямую поддержку инновационному предпринимательству западные государства оказывают избирательно, то методы косвенной поддержки используются практически всеми.

Например, в Нидерландах наибольшее внимание уделяется именно косвенной поддержке малых технологичных компаний и инвесторов, в них инвестирующих. Считается, что так как большинство компаний новых технологий слишком малы, чтобы выйти на обычный рынок капитала, то голландское правительство должно взять на себя проблему доступа к венчурному капиталу инновационным новичкам и компаниям второго этапа роста.

В качестве обстоятельств, объясняющих вмешательство правительства, называются следующие:³⁴

- существует явное свидетельство того, что в разумных пределах это полезно или нужно обществу;
- правительственные инструменты действуют в качестве катализатора, обеспечивая значительное увеличение усилия (эффект «рычага») или генерируя дополнительное финансирование (как со стороны рискового, так и со стороны избегающего риска капитала) в частном секторе;
- соотношение политических целей и средств должно демонстрировать разумную эффективность;

³¹ Коробицын М. SENTER высоких технологий//Эксперт №42, 2001 г. С.109.

** Для сравнения: в России в бюджет 2002 года заложена аналогичная цифра в размере 0,6% (Из Проекта расходов федерального бюджета на 2002 год).

³² Рубченко М. Экономический анализ: после социализма//Эксперт №26, 1999 г. С.17.

³³ Коммерциализация технологий: Российский и мировой опыт/под ред. Петруненкова А.А. и Фонштейн Н.М., М., 1997 г. С.74.

³⁴ Венчурное финансирование: теория и практика/ под ред. Н.М.Фонштейн, М, 1998 г. С.145.

- вовлеченность частного сектора является важной гарантией того, что правительство не будет вовлечено в рискованные мероприятия. Должно быть некоторое разделение риска в интересах бюджетной эффективности. Правительство в принципе не может быть кредитором, к которому обращаются в крайнем случае;

- там, где возможно, воздействие должно носить временный характер, использование воздействия в течение продолжительного периода времени должно быть обосновано соотношением расходов и доходов;

- по возможности эффект от воздействия должен быть долгосрочным, продолжительным во времени.

Опираясь на эти базовые предпосылки, и осуществляются изменения в политике. Создаются программы по применению налоговых скидок, нацеленных на поощрение частных структур поддержки и фондов к предоставлению венчурного капитала молодым компаниям; предпринимается попытка создания института компаний-участников от частного сектора, которые нацелены исключительно на предоставление венчурного капитала новым технологическим фирмам; введена в действие программа «о кредитных гарантиях для малого и среднего бизнеса», нацеленная на предоставление долгосрочных банковских гарантий для инновационных компаний второго этапа роста под государственные гарантии. В 1988 году образовано Агентство по стимулированию технологического развития (SENER).

Агентство наделено полномочиями самостоятельно выбирать и использовать следующие инструменты поддержки предприятий:³⁵

- субсидии для фундаментальных и прикладных исследований и ОКР (распределяются путем тендера, срок рассмотрения проектов и утверждения выделяемых субсидий составляет от десяти до четырнадцати недель после закрытия тендера);

- рискованные кредиты для внедрения новых технологий;*

- налоговые льготы компаниям (льгота представляет собой скидку с налога на заработную плату для каждого работника, занимающегося НИОКР и составляет от 40 до 60 процентов; из 35000 заявок в год на данную скидку удовлетворяется 85%).

³⁵ Коробицын М. SENER высоких технологий//Эксперт №42, 2001 г. С.109.

* Причем в отличие от Великобритании, в Голландии в случае коммерческого краха проекта кредит, выданный Агентством, прощается.

О том, какую роль играет SENTER и новые технологии в экономике страны, можно судить по следующим цифрам. Расходы на НИОКР составляют около 1,9% от ВВП, отставая от Японии (3%) и США (2,6%), но опережая Великобританию (1,8%), Канаду и Норвегию (по 1,7%) и Ирландию (1,4%).³⁶

Рассмотрим программу налоговых компенсаций, которая введена в Нидерландах с 1 января 1996 года и направлена на поощрение предложения венчурного капитала физическими и юридическими лицами.

Следующие правила относятся к физическим лицам.³⁷

«Поставщик» капитала	Физическое лицо
Предоставляемый капитал	Субординированный кредит, минимум 5 тысяч гульденов
Льготы предоставляются	Предпринимателям в сфере действия законодательства Нидерландов о подоходном налоге, зарегистрированным менее 8 лет назад
Налоговая компенсация	Дополнительное освобождение от налогообложения 5 тысяч гульденов (10 тысяч для семейных пар) поступлений в виде процентов на вложенный капитал. В случае несостоятельности предпринимателя либо безнадежности его долгов (в течение 8 лет) «поставщик» капитала вправе списать эти суммы (максимум 30 тысяч гульденов) путем их вычета из налогооблагаемого дохода

Следующие правила относятся к юридическим лицам.³⁸

«Поставщик» капитала	Фонд «старт-ап» либо компания-соучредитель новой технологической фирмы, которые признаются таковыми Министерством экономики и Министерством финансов
Предоставляемый капитал	Субординированный заем или акции
Льготы предоставляются	Компаниям в сфере действия законодательства Нидерландов о налоге на корпорации, зарегистрированные менее 8 лет назад
Налоговая компенсация	Вычет убытков, если цена пакета акций, приобретенного у новой технологической фирмы, становится меньше, чем сумма инвестиций

Причем подобные программы налоговых компенсаций существуют в Канаде, США, Японии и других странах.

В данный момент практически все ведущие государства мира осознали необходимость поддержки высокотехнологичного сектора экономики. Но наибольшего эффекта добились именно те страны, которые смогли разделить участников рынка на две час-

³⁶ Корицын М. SENTER высоких технологий // Эксперт №42, 2001 г. С.109.

³⁷ Венчурное финансирование: теория и практика / под ред. Н.М.Фонштейн, М., 1998 г. С.147.

³⁸ Венчурное финансирование: теория и практика / под ред. Н.М.Фонштейн, М., 1998 г. С.148.

ти - поставщиков капитала и реципиентов - и направить целенаправленную поддержку в отношении каждого из них. Здесь, прежде всего, можно выделить США и Великобританию.

Государства, выбравшие приоритетной прямую поддержку НИОКР, часто добились больших успехов, чем те, кто рассчитывает только за счет косвенных мер стимулировать инновации.

На основе анализа зарубежного опыта поддержки инноваций сформулирован ряд положений, которые можно использовать для развития концепции государственной инновационной политики РФ на период до 2005 года:

1. Для преодоления кризисной ситуации возможно применение принудительных мер, основанных на реальных финансовых ресурсах. Примером может быть реализация исследовательской программы инноваций для малого бизнеса в США, эффективность которой оказалась так высока, что только за первые четыре года действия объем выделяемых в рамках программы средств увеличился в десять раз.

2. Необходимо усилить поддержку национальных компаний при выходе на зарубежные рынки. В этом плане показателен опыт Японии, где данное направление курирует Министерство внешней торговли и промышленности.

3. Возмещение банкам части кредита при банкротстве венчурной компании может увеличить объем рискованного кредитования данными банками в несколько раз. Показательным примером является Великобритания, в которой при определенных условиях Министерство промышленности возмещает до 80% займа в случае банкротства инновационной компании. (Можно только сожалеть, что созданные в конце 80-х – начале 90-х российские инновационные банки при отсутствии необходимой государственной поддержки впоследствии были ликвидированы, так и не оказав значительного влияния на инновационный сектор экономики)

4. Освобождение от налогообложения сумм, полученных в виде дохода от рискованного предпринимательства, а также последующий зачет суммы безнадежного долга при выплате подоходного налога может привлечь в сферу рискованного предпринимательства даже тех инвесторов, которые являются мало терпимыми к риску. Об этом свидетельствует опыт Нидерландов.

5. Отмена ограничений на размещение средств пенсионных фондов в фондах, осуществляющих рискованные вложения, может увеличить объем операций с венчурным капиталом в несколько раз, что иллюстрируется опытом ряда стран, в частности, США и Ирландии.

6. Учреждение государством фондов венчурного капитала, инвестирующих не только в высокотехнологичный бизнес (опыт Канады), результаты деятельности таких фондов (с 1972 года появилось множество фондов во всех административных образованиях (провинциях) Канады) свидетельствуют об эффективности данного направления поддержки венчурной индустрии.

7. Наконец, в Корее наряду с традиционными формами поддержки в действие был введен закон, позволяющий Корейской Корпорации Банковских Технологий накапливать средства с помощью мгновенных лотерей, названных «Технологические Лотереи».

По нашему мнению, нет необходимости браться за реализацию сразу всех перечисленных положений, пошаговое их применение может оказаться более правильным. При этом, если в первые годы реализации такой политики нам следует ориентироваться на страны, сводящие к минимуму затраты государства на поддержание инновационной активности, то в долгосрочной перспективе только ориентация на опыт стран, осуществляющих масштабные государственные затраты в секторе НИОКР способна дать максимальный эффект.

Глава 2.

Особенности венчурного предпринимательства.

§2.1. Рисковое предпринимательство за рубежом.

Во второй главе нами будет рассмотрена сама сфера венчурного предпринимательства и его участники.

В начале предыдущей главы была дана краткая характеристика венчурного бизнеса. Однако здесь мы сделаем дополнение: не меньшую роль, чем компании, занимающиеся рисковыми разработками, в данном бизнесе играют компании, инвестирующие в него. Именно от поведения инвесторов, созданных для них условий во многом зависит количество реализованных проектов, соответственно, рост и эффективность национальной экономики.

Чтобы избежать путаницы, которая часто возникает в переводных изданиях, назовем реципиентами тех, кто получает капитал и донорами тех, кто его поставляет.

Кратко определим также суть венчурного инвестирования: инвестор, принимающий на себя риск, стремится увеличить стоимость своей доли в проекте, чтобы впоследствии реализовать ее по возросшей цене. Причем эта доля может быть представлена в различных финансовых инструментах, а ее продажа принимать необычный с точки зрения классического бизнеса вид. Ставка доходности, в расчете на которую инвестор вкладывает свои ресурсы, зависит обычно от этапа реализации проекта и составляет 20-30 % годовых для заключительных этапов (расширение бизнеса, выкуп предприятия) и более 50-80 % для проекта, находящегося на стадии исследований и разработок.

На примере США и стран Европы рассмотрим основные этапы развития венчурной индустрии.

США

Официальное признание венчурный бизнес получил в США только после Второй Мировой войны, хотя в разных формах существовал и до этого.

- 1946 год - создание Американской корпорации по исследованиям и разработкам в Бостоне (American Research&Design).³⁹ Эта корпорация представляла собой небольшой инвестиционный пул. Фирмой профессионально управляли и одним из удачных вложений было финансирование фирмы ДЭК - крупнейшего впоследствии производителя вычислительной техники.⁴⁰

- 1958 год - Закон о малых инвестиционных компаниях. Этот закон позволил соединить частные капиталы с государственными фондами и предоставил возможность пользоваться этими средствами профессионально управляемым малым инвестиционным компаниям (МИК) для вливания капитала в создаваемые или недавно созданные небольшие предприятия. Государство предоставило налоговые льготы для МИК, а в отдельных случаях и субсидии. И уже в 60-е годы произошёл резкий рост числа МИК. В эти же годы произошёл наибольший крах таких компаний, так как сказались неопытность менеджеров, жёсткое государственное регулирование, а также другие факторы, присущие становлению любого нового рынка. Поэтому в конце 60^х изменили некоторые нормы функционирования МИК (увеличили достаточность собственного капитала и многие мелкие фирмы были поглощены крупными), таким образом удалось избежать огромного числа банкротств и, может быть, краха зарождающегося перспективного рынка.

- 1978 год - новый всплеск активности деятельности МИК - введение закона, позволяющего пенсионным фондам вкладывать средства в венчурные предприятия. В связи с этим резко выросла роль официального рискованного капитала. Также были созданы венчурные фонды при различных штатах. Суммы средств этих траст-фондов различались в разных штатах (от \$2.2 млн. в Колорадо до \$42 млн. в Мичигане по данным на 80^е год), но каждый фонд обязан финансировать компании своего штата в размере, не менее оговорённого процента от своего Устава.⁴¹

Таблица №1 дает представление о росте венчурной индустрии в США в 1978-1999 году. Следует отметить, что данные об объемах инвестиций рискованного капитала в США в последние годы по сведениям различных источников отличаются в несколько

³⁹ Рогова Е.М., Ткаченко Е.А. Малый инновационный бизнес. Учебное пособие. СПб., 1998 г. С.9

⁴⁰ Питерс М., Хизрич Р. Финансирование нового предприятия (вып.3). М., 1994 г. С.66.

⁴¹ Там же, С.68.

раз, например эксперты Venture Economics за 1999 год приводят цифру в 59,4 млрд. долларов, а за 2000 год - 103 млрд. долларов.⁴² Однако автором для анализа были выбраны наименьшие (и наиболее реальные) цифры, предоставленные американской компанией «VentureOne».

Таблица 1. Рост венчурных вложений в США в период 1978-1999 гг.⁴³

Год	1978	1980	1982	1984	1986	1990	1994	1997	1999
Млн. дол.	216	661	1 420	3 185	3 332	4 600	7 300	12 200	20 000

Анализируя данные, можно предположить, что резкий рост инвестиций в 80-х годах - результат мягкой фискальной политики, проводимой кабинетом Рейгана (так называемая «Рейганомика»). В 1977-78 гг. ставка корпоративного налога была снижена с 49,1 % до 28%, а в начале 90-х снижена еще раз, до 20 %.⁴⁴ Безусловно, важную роль сыграли и играют также инфляционные ожидания, и ожидание возможного изменения ставки налога в будущем, а также меры, которые предпринимает государство для поддержания этой отрасли. Например, в годы «холодной» войны до 35% заказов Пентагона приходилось на субпоставки малых инновационных фирм (МИФ).⁴⁵ После прекращения периода противостояния объем финансирования МИФ со стороны военного ведомства сократился примерно в два раза. При этом эксперты из Wall Street Journal указывают, что из-за этого США теряют лидерство на мировом рынке высоких технологий, уже сейчас уступая Японии и Швейцарии, а к 2005 году, если ситуация не изменится, будут уступать и странам Северной Европы.⁴⁶

В начале 90-х рост рынка можно объяснить появлением правила Комиссии по ценным бумагам (1992 год), разрешающим закрытую подписку новых компаний.⁴⁷

Однако все перечисленные факторы не полностью дают ответ на вопрос о многократном росте вложений. На самом деле, ставка же изменилась не в разы, и гиперинфляция в США в эти годы не наблюдалась.

⁴² Михальчук П. Время менять акценты//Эксперт №5, 2001 г. С.51.

⁴³ <http://www.ventureone.com/research/venturedata/stats/q199news.htm>

⁴⁴ Фонштейн Н.М. Не все то рисковое...//Инновации №4-5, 1998 г. С.18.

⁴⁵ Разумнова И.И. Малые фирмы в США: Экономика и управление, М., 1989 г. С.81.

⁴⁶ Экономический анализ//Эксперт №5, 1999 г. С.8.

Чем же еще можно объяснить рост объема учтенных венчурных инвестиций (см. таблицу №1) с менее чем 1 млрд. долларов в 1980 году до примерно 35 млрд. долларов сегодня? Для этого используем данные таблицы №2 и графика №1.

Таблица 2. Индустрия венчурного капитала в США: хронология⁴⁸

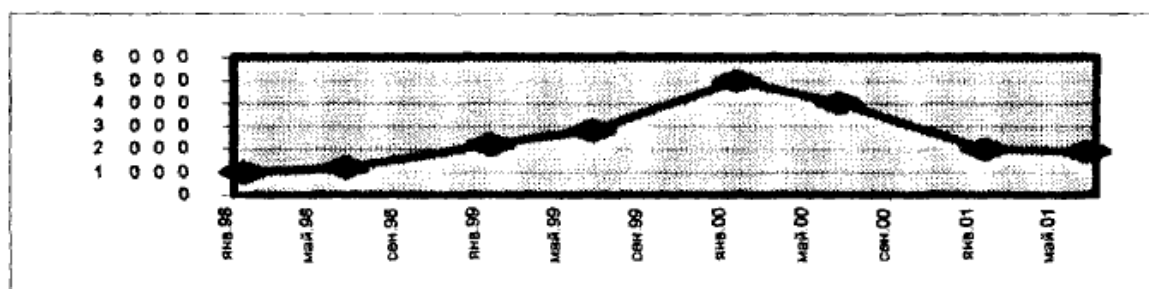
До 1967 года	Сфера деятельности исключительно богатых семей
1967-1968 гг.	Фондовый рынок «быков». Годы развития. Значительный интерес к быстрорастущим компаниям, включая технологические. Появляются хеджирующие фонды, фокусирующие свое внимание на рынках ценных бумаг.
1969-1970 гг.	Серьезный рынок «медведей». Крах 50 «голубых фишек»
Начало 1970-х	Созданы первые профессиональные компании с венчурным капиталом; богатые семьи инвестируют в «слепые» инвестиционные пулы, сосредотачиваясь на неликвидных инвестициях
1973 г.	Впервые фонд венчурного капитала привлек средства пенсионного фонда
1973-1974 гг.	Исключительно активный рынок «медведей»
1974-1978 гг.	«Затухание» венчурной отрасли
1978 г.	ERISA: введено правило осмотрительности. Позволяет пенсионным фондам инвестировать до 5 % их активов в достаточно рискованные сделки. Стимулирует рост рынка венчурного капитала
1982-1983 гг.	Рынок «быков» - акции компаний как традиционного сектора, так и «нового» растут в цене
1984-1990 гг.	Финансирование венчурного капитала стабилизируется на уровне 2-4 млрд. долларов США в год
1990-2000 гг.	Рынок «быков» - акции всех секторов, но в особенности, «новой» экономики растут в цене

Сравнивая данные двух таблиц, можно сделать следующее предположение: ни ставка налога, ни инфляционные ожидания, ни «правило 5%» для пенсионных фондов не сыграли той роли, которую, очевидно, сыграли результаты инвестиций конца 70-х годов (а точнее, демонстрационный эффект, произведенный ими), полученные инвесторами в 1982-1983 годы. Полученные реальные доходы, тенденция подъема рынка, а также технологическая революция в микроэлектронике, создавшая рыночные возможности

⁴⁷ Лебедева Е.А. Инновационный бизнес в США. М., 1994 г. С.27.

для рискованного предпринимательства, все вместе привело к увеличению вложений и вывело отрасль на новый уровень. Именно это обстоятельство, по нашему мнению, и является главным фактором лавинообразного увеличения венчурных инвестиций. Данную гипотезу подтверждает график №1, на котором показана динамика индекса NASDAQ, отражающего цены на акции высокотехнологичных компаний в последние три года или в период второго скачка. При этом, если первый качественный скачок в росте объемов рискованных инвестиций произошел в 80-е годы и был слабо связан с результатами произведенных инвестиций, то второй качественный скачок имел в своем основании «демонстрационный» эффект, многократно увеличенный развитием именно тех новых технологий, которые и являлись предметом инвестирования в предшествовавшие скачку годы.

График 1. Динамика индекса NASDAQ⁴⁹



Следует выделить еще один вопрос, который может возникнуть при анализе данных таблицы №1 и №2, графика №1 - связь динамики фондового индекса или индексов с венчурной активностью. Считается, что непосредственно венчурный и фондовый рынок не связаны между собой, и падение фондового индекса не должно вызывать сокращение венчурных инвестиций. Однако последние события на мировых финансовых рынках, прежде всего, в США, показали что это не так. Более того, падение акций высокотехнологичных компаний в США в марте 2001 года вызвало сильное падение всех мировых фондовых индексов (включая индексы традиционных экономик, такие как Dow Jones, Nikkei-225, FTSE-100). Причем в относительном плане падение индексов «новой» и

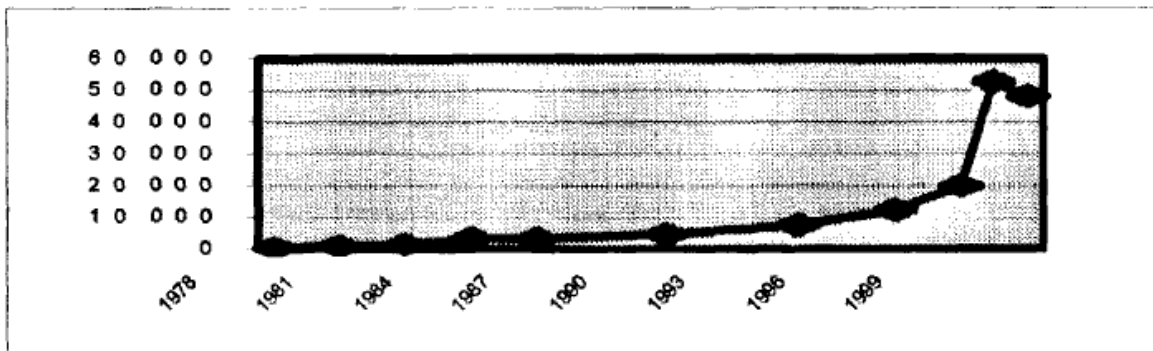
⁴⁸ Венчурное финансирование: теория и практика/ под ред. Н.М.Фонштейн, М, 1998 г. С.164.

⁴⁹ Байбаков А. Виртуальная экономика продержалась два года//Коммерсантъ №43, 2001 г. С.7.

«старой» экономик оказалось примерно одинаковым и составило в феврале-марте 2000 года от 4 до 6 процентов в день.⁵⁰

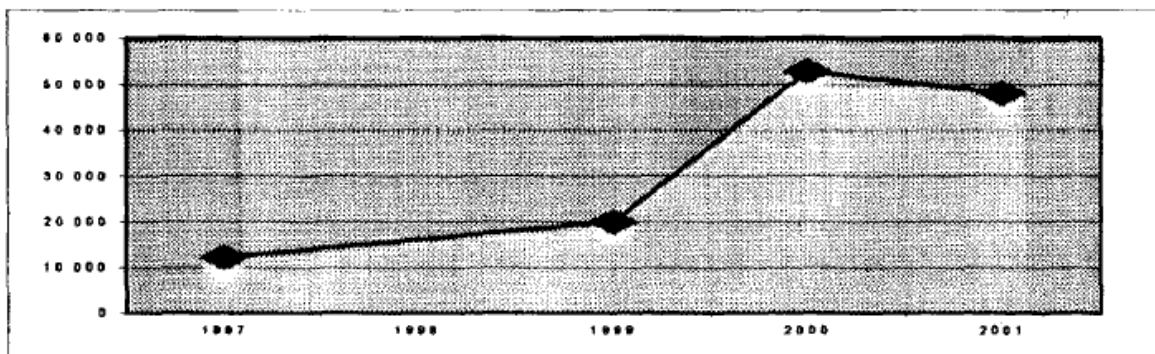
На графике №1 показан самый динамичный отрезок «жизни» индекса NASDAQ. Из графика следует, что в течение 1999 - 2001 года индекс испытал изменения в тысячи пунктов, до отметки же в 100 пунктов индекс рос 24 года.⁵¹ Примерно в тех же пропорциях и в то же время увеличился и объем венчурных инвестиций (см. отображение таблицы №1 на графике №2).

График 2. Объемы венчурных инвестиций в 1978-2000 гг. (\$ млн.)



Или, если исключить динамику роста инвестиций до 1996 года, получим следующую картину:

График 3. Объемы венчурных инвестиций в 1996-2001 гг. (\$ млн.)



⁵⁰ Байбаков А. У инвесторов больше нет выбора//Коммерсантъ №44, 2001 г. С.7.

На этом графике можно увидеть четкую взаимосвязь с графиком №1.

Подробнее степень влияния рынков друг на друга будет рассмотрена в ходе данного исследования, тем не менее, уже здесь автор выдвигает тезис о том, что связь между фондовым рынком и активностью (объемом операций) венчурной индустрии существует.

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

По данным Ассоциации Британского Венчурного Капитала, Великобритания на данный момент обладает самой большой индустрией венчурного капитала в Европе: 34% в 1997 году по числу сделок и 42% по объему.⁵² Более 2 млрд. фунтов стерлингов было инвестировано в более чем 1200 фирм, что превысило уровень 1993 года на 43%.⁵³ Но даже в Великобритании только 5% средств было инвестировано в начинающие компании, разрабатывающие новые технологии, хотя для государства именно они представляют интерес, так как оказываются заметным источником инноваций, конкурентных преимуществ, новых рабочих мест, экспортных продаж и регионального развития. При этом в 1993 году такую поддержку получили 236 компаний против 177 в 1997 году. Это, с нашей точки зрения, негативная тенденция для британского бизнеса, т.к. разница в 25% не укладывается в погрешность измерений. Чтобы проанализировать причину, подробнее рассмотрим структуру венчурного капитала в Великобритании.

Британские компании венчурного капитала можно разбить на две категории.

Либо это компании, в основном связанные с «торговым капиталом» для расширения существующего бизнеса и для выкупа бизнеса своими либо посторонними менеджерами, либо это венчурный капитал для ранних этапов новых предприятий, нередко в сфере новых технологий. Причем, первая категория компаний своими размерами значительно превосходит вторую.

Британская политика финансирования бизнеса сформулирована во второй программе правительства по развитию конкуренции (Competitiveness White Paper 2 - CWP2).⁵⁴ Финансовая система Великобритании отличается от других тем, что 60% акций

⁵¹ Азаренок А. Деловые новости//Коммерсантъ №41, 2000 г. С.9.

⁵² Фонштейн Н.М. Не все то рисковое//Инновации, №4-5, 1998 г. С.18.

⁵³ Венчурное финансирование: теория и практика. Под ред. Н.М.Фонштейн, М., 1998 г. С.140.

⁵⁴ Там же, С.141.

сконцентрировано в важных финансовых институтах: страховых компаниях и пенсионных фондах. Финансовая мощь этих институтов обеспечивает крупным компаниям свободный доступ к новому акционерному капиталу в дополнение к имеющимся у них источникам капитала в виде чистого дохода и кредитного финансирования.

С другой стороны, малые и средние предприятия, не имеющие чистого дохода, сталкиваются с серьезными трудностями в получении кредитного финансирования и в эмиссии собственных акций. И хотя в Британии развита целая сеть служб поддержки малых и средних предприятий («Трасты венчурного капитала», Бизнес-Инкубаторы, существует «Программа инвестирования в предприятия» и т.п.), малым фирмам привлечь средне- и долгосрочное финансирование для инновационных и высокотехнологичных проектов достаточно тяжело потому, что требуемые объемы инвестиций (на уровне 500 тысяч фунтов стерлингов) часто сравнимы со стоимостью необходимых экспертиз.

Кроме этого, существует еще несколько препятствий для инвестирования в компании новых технологий. Частично такие препятствия возникают потому, что технические и долгосрочные риски складываются в рыночные риски, которые сопровождают новые предприятия.

Другим фактором является высокая стоимость менеджмента, который инвестору требуется вводить на предприятии, основанном технологами, а не опытными деловыми управленцами.

Наконец, возникают трудности, с которыми инвесторы сталкиваются при попытке выйти из числа акционеров молодых компаний, так как для акций не существует устойчивого рынка, который соответствовал бы NASDAQ в США (Система Автоматизированной Котировки Национальной Ассоциации Биржевых Дилеров). Частично такую систему заменяет Tech Market London Stock Exchange, однако объемы торгов, ликвидность ценных бумаг на этих торговых площадках различаются весьма значительно.⁵⁵ Все это также увеличивает трудности получения институциональной поддержки венчурными капиталистами, которые специализируются в инвестировании в сектор компаний новых технологий (КНТ).

⁵⁵ Тягай С. В России будет свой NASDAQ // Коммерсантъ, №72, 2000 г. С.7.

Однако, несмотря на препятствия, инвестиции в КНТ в Великобритании все же имеют место (указанные нами ранее 5% от общего объема в 2 млрд. фунтов стерлингов - это 100 млн. фунтов). Венчурные капиталисты (это относится не только к Великобритании), которые инвестируют в этот сектор, стараются минимизировать свои риски и максимизировать потенциальные доходы.

Во-первых, «классические» венчурные капиталисты или «бизнес-ангелы» - это обычно специалисты: люди, определенное время проработавшие с технологиями на производстве или в коммерции.

Во-вторых, они собираются потратить значительную часть своего времени на контролирующий менеджмент.

Также нам кажется, что проблема больших расходов на экспертизу является надуманной, ведь расходы на контролирующий менеджмент возникают после, а не до инвестирования. Единственным расходом до начала реализации проекта является анализ бизнес-плана, но стоимость данной услуги не должна быть слишком высокой, поскольку компания-донор заинтересована в осуществлении инвестиций.

Еще одним фактором сокращения инвестиций в сектор КНТ нам видится желание фондов финансировать только самые интересные проекты, а их на рынке не так уж много.

ГЕРМАНИЯ

Немецкий рынок для малых и средних фирм и для финансирования технологий находится в большой зависимости от германских банков, которые специализируются на кредитных рынках, но не на венчурном капитале, и не на финансировании новых технологических компаний, особенно в стадии становления. Несмотря на доминирование больших банков, венчурные капиталисты почти не имеют поддержки, поскольку банки традиционно не способствовали этому рынку. Они не поощряли предпринимателей к выходу на фондовый рынок, и предприятия малой и средней величины часто не достигали того уровня рейтинга, который интересует венчурные фирмы.

Однако и сами венчурные капиталисты не были охотно приняты немецкими предпринимателями, которые предпочитали кредитное финансирование. В Германии финансирование начинающих и даже средних предприятий весьма затруднительно. От-

сутствует хорошо развитая «культура финансирования акционерного капитала», а величина капитализации акций в этих фирмах не соответствует серьезности капиталовложений.

Это подтверждают следующие цифры: в конце 1992 года немецкие финансовые активы составляли более 4,3 трлн. немецких марок, однако менее 6% частных активов были инвестированы в акции и лишь небольшая их часть - в новые инновационные компании.⁵⁶ И даже несмотря на рост оборота международных котируемых ценных бумаг, первичные рынки котируемых и некотируемых акций игнорируются немецкими предпринимателями, немецкими банками и инвесторами, а отношение прямых инвестиций к объему выдаваемых кредитов составляет около 20%.⁵⁷

В отличие от США крупные пенсионные фонды в Германии отсутствуют, а менеджеры взаимных фондов мало интересуются новыми эмиссиями, так как их работа оценивается исходя из сравнения доходности и риска от вложений в акции международных компаний. Частные же инвесторы, тем более отказываются от инвестиций в КНТ. И хотя в 1994 году немецкие компании с венчурным капиталом и другие компании-разработчики инвестировали 1,9 млрд. немецких марок в 692 компании, это очень маленькая толика всех немецких инвестиций.⁵⁸ При этом даже эти средства были не целиком инвестированы в новые компании, а смешались с инвестициями по выкупу акций менеджерами.*

Заканчивая анализ зарубежного опыта рискованного предпринимательства, сделаем несколько выводов:

1. Практически во всех развитых странах существует сектор компаний новых технологий, который требует финансирования.
2. Венчурная отрасль состоит из неофициального и официального сегментов. При этом оба сегмента можно считать взаимодополняющими друг друга.

⁵⁶ Венчурное финансирование: теория и практика. Под ред. Н.М.Фонштейн, М., 1998 г. С.155.

⁵⁷ Венчурное финансирование инновационных проектов. Под ред. А.М.Балабан, М., 1999 г. С.10.

⁵⁸ Кокшаров А. «Силиконовая Германия»//Эксперт №23, 1999 г. С.20.

* Тем не менее, в 1997 году объем венчурных инвестиций в Германии вырос более, чем в 5 раз, а, например, в Швеции, более, чем в 20 раз. Венчурный капитал, его роль в финансировании малого бизнеса – см. Технологический бизнес, электронный бюллетень №3, 2000 г., <http://www.techbusiness.ru>

3. Во всех странах в той или иной мере рискованные компании (как доноры, так и реципиенты капитала) получают государственную поддержку.

4. Венчурные компании-реципиенты при небольших своих удельных размерах в национальных экономиках оказывают значительное влияние на научно-технический прогресс, доля влияния которого на ВВП по разным оценкам составляет 67-90%.⁵⁹

Наибольших успехов венчурная индустрия добилась 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, к тому же ограничивает деятельность участников рынка специальными постановлениями, объемы финансирования значительно ниже. Например, японское законодательство запрещает инвесторам венчурного капитала занимать места в правлении. Это, в свою очередь, не позволяет фирмам-донорам приобретать опыт, связанный с участием в управлении и развитии венчурных предприятий, в которые они вложили свой капитал.

Безусловно, большое влияние на развитие индустрии оказывает специфика экономики и менталитет населения. В Японии более 70% венчурных компаний-доноров принадлежит известным банкам и инвестиционным компаниям, а индивидуальные инвестиции практически не развиты.⁶⁰

Тем не менее, несмотря на определенные различия в подходе, и в Корее 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.

⁵⁹ Рогова Е.М. Венчурное предпринимательство в России: теория и практика, СПб., 1995 г. С.7.

§2.2. Создание и организация финансирования венчурной фирмы.

Способы организации финансирования и создания венчурной компании с нашей точки зрения удобнее рассмотреть в виде классификаций, в основу которых положены следующие основные критерии:

1. Способ участия инвестора в проекте.
2. Степень зависимости венчурной компании от учредителя.
3. Размер венчурного проекта.
4. Способ коммерциализации венчурного проекта.
5. Способ организации венчура.
6. Непосредственные участники рискованной деятельности.

По способу участия в проекте инвесторов можно разделить на две категории:

1.1. Институциональные или «официальные» инвесторы. В первую очередь это всевозможные рискованные венчурные фонды, привлекающие и инвестирующие средства страховых компаний, пенсионных фондов и других юридических и физических лиц.⁶¹ Данный тип инвесторов действует официально и является одним из основных операторов фондового рынка молодых рискованных компаний. С нашей точки зрения в этот же сегмент («официальных» инвесторов) можно отнести и тех физических лиц, которые осуществляют прямые биржевые покупки ценных бумаг. Именно в этом случае статистикой будут охвачены все регистрируемые сделки в венчурной индустрии.

1.2. Неинституциональные или «неофициальные» инвесторы. Это частные венчурные инвесторы, которые вкладывают напрямую в бизнес собственные или «семейные» средства. Такие инвесторы более терпимы к высокому риску и ускоренному или сокращенному анализу проекта. Частные венчурные капиталисты могут позволить себе отход от традиционных оценок бизнеса, таких как изучение бизнес-плана, проверка послужного списка менеджмента и т.п. Зато могут применить собственные критерии оценки (психологические, экспертные и другие). Далее мы увидим, что именно такой подход позволяет финансировать самые первые этапы становления венчурной инновационной компа-

⁶⁰ <http://www.nw-innovations.ru/analitika/orgformi/list3/text/tema3.html>

⁶¹ Новиков М. Старт ап и инвестиции// Мир Интернет, №11, 1999 г. С.55.

нии, когда институциональные инвесторы пасуют перед высоким риском.⁶² Официальная статистика не в состоянии зафиксировать объемы таких операций, однако, по различным данным до сорока процентов всех проектов финансируется напрямую физическими лицами, которые, вкладывая собственные средства, зачастую оказываются более профессиональными в вопросах финансирования инноваций и достижения успеха.

По степени зависимости от компании-учредителя венчурные компании различаются следующим образом:

2.1. Внутренний венчур - создание в рамках концерна отдельного, но не юридического лица, выполняющего инвестиционный проект по связанной с деятельностью основной компании тематике.⁶³

2.2. Внешний венчур - (или spin-off) создание в рамках концерна отдельного юридического лица, выполняющего инвестиционный проект по теме, которая не связана с деятельностью фирмы-учредителя. Такая схема ограничивает потенциальные долги концерна размером вклада в учрежденную компанию, а также обеспечивает ему все права на результат исследования.⁶⁴

2.3. «Классический» венчур - вновь организуемое предприятие, создающееся на собственные и заёмные средства для реализации какой-то идеи.⁶⁵

По размеру проекта различают:⁶⁶

3.1. Организованный венчур - рисковый проект, чаще всего стоимостью более \$400 тысяч. Такие проекты являются прерогативой институциональных инвесторов, так как профессиональный анализ проекта стоит порядка \$100 тысяч, соответственно, при меньшем размере требуемых инвестиций его реализация может не дать желаемого результата.

3.2. Неорганизованный венчур - рисковый проект стоимостью \$10-500 тысяч. Их реализацией занимаются частные венчурные капиталисты. Эта категория инвесторов отли-

⁶² <http://www.techbusiness.ru>

⁶³ Управление исследованиями, разработками и инновационными проектами. Под редакцией С.В.Валдайцева, СПб, 1995 г. С.66.

⁶⁴ Инновационный менеджмент. Под ред. Завлина П.Н., Казанцева А.К., Миндели Л.Э., М., 1998 г. С.172.

⁶⁵ Управление исследованиями, разработками и инновационными проектами. Под редакцией С.В.Валдайцева, СПб, 1995 г. С.72.

⁶⁶ Питерс М., Хизрич Р. Финансирование нового предприятия (вып.3). М., 1994 г. С. 56.

чается тем, что использует чаще всего собственные средства или так называемые «семейные», потеря которых отрицательно скажется лишь на личном состоянии, но не благополучии клиентов.

Способы коммерциализации венчура для данной классификации представим точкой зрения Валдайцева С.В.⁶⁷:

4.1. Первый способ заключается в приобретении франшизной лицензии (далее - лицензии) по профилю планируемого продукта или услуги у фирмы-лидера. Включение во франшизную сеть фирмы-лидера предполагает, что франшисant (покупатель франшизы) на свои средства создает необходимые производственно-торговые мощности (организует «точку») по выпуску на рынок соответствующего продукта или услуги, но одновременно приобретает у франшиссора (продавца лицензии) следующие услуги и привилегии, которые позволяют ему более уверенно (при относительно незначительных рисках), быстрее и с меньшими затратами выйти на рынки сбыта и снабжения ресурсами:

- франшисant приобретает технологию (включая при необходимости патентную лицензию и/или ноу-хау по продуктовым либо процессным инновациям);
- франшиссор обязуется постоянно «сопровождать» использование переданной технологии;
- франшисant получает от франшиссора доступ к закупочным линиям по критичным для франшизного бизнеса и соответствующих технологий уникальным, ограниченным либо на открытом рынке слишком дорогим ресурсам;
- франшиссор передает франшисantu резервные линии сбыта товара и/или право пользоваться своим товарным знаком при реализации продукции.

В обмен на перечисленные услуги и привилегии франшиссор сохраняет за собой право: на определенный фиксированный процент от доходов франшисанта; на контроль престижа своей торговой марки и качества продукции (услуг); на контроль финансовой отчетности франшисанта; на прекращение действия лицензии в любой момент, когда сочтет это для себя невыгодным. Последнее, как бы является «ценой» за минимизацию рисков вхождения на новый рынок. Возможное изъятие дополнительной прибыли франшиссором также снижает привлекательность подобных проектов. Поэтому для

⁶⁷ С.В.Валдайцев Коммерческая реализация новых технологий, СПб., 1995 г. С.12-20.

большинства венчурных инвесторов такие проекты являются неинтересными. Между тем, в США и Западной Европе венчурные предприятия организованные как франшизные составляют от 10 до 20 % общего числа. Очевидно, что реализацией таких проектов занимаются инвесторы, минимизирующие стартовые затраты и избегающие излишних рисков (норма банкротств франчайзинговых операций крайне низка – не более 4%).⁶⁸

4.2. Вторым способом – это покупка готового специализированного предприятия. Здесь предполагается, что вместе с правами на предприятие венчурному инвестору переходят права на все заключенные ранее договора, лицензии, квоты. Точно также вместе с правами покупатель получает новые для себя обязательства. Цена предприятия будет зависеть от совокупности факторов:

- прибыльность предприятия в данный момент;
- ожидаемая прибыль по осуществляемым проектам;
- профессиональные способности управленческой команды;
- ликвидационная или рыночная стоимость всего имущества предприятия;
- накопленная кратко- и долгосрочная задолженность.

Такое количество факторов, учитываемых при расчете стоимости предприятия, способно сделать цену покупки отрицательной. Поэтому инвестор должен представлять, каким образом компенсировать эту разницу. Будет ли он искать с продавцом справедливую или разумную цену, будет ли он вкладывать дополнительные инвестиции, надеясь тем самым получить, соответственно, дополнительную прибыль, которая оправдает его первоначальные вложения. Очевидно, что для принятия окончательного решения о вложении средств, инвестор должен привести сумму всех ожидаемых прибылей или убытков (в том числе инвестиций) к моменту принятия решения. В самом простом виде это позволяет сделать метод поиска чистой настоящей стоимости проекта*. Но даже следование всем рекомендациям не должно вводить инвестора в заблуждение: проект остается «венчурным», а массивные инвестиции в специализированное оборудование и технологии лишь увеличивают степень риска.

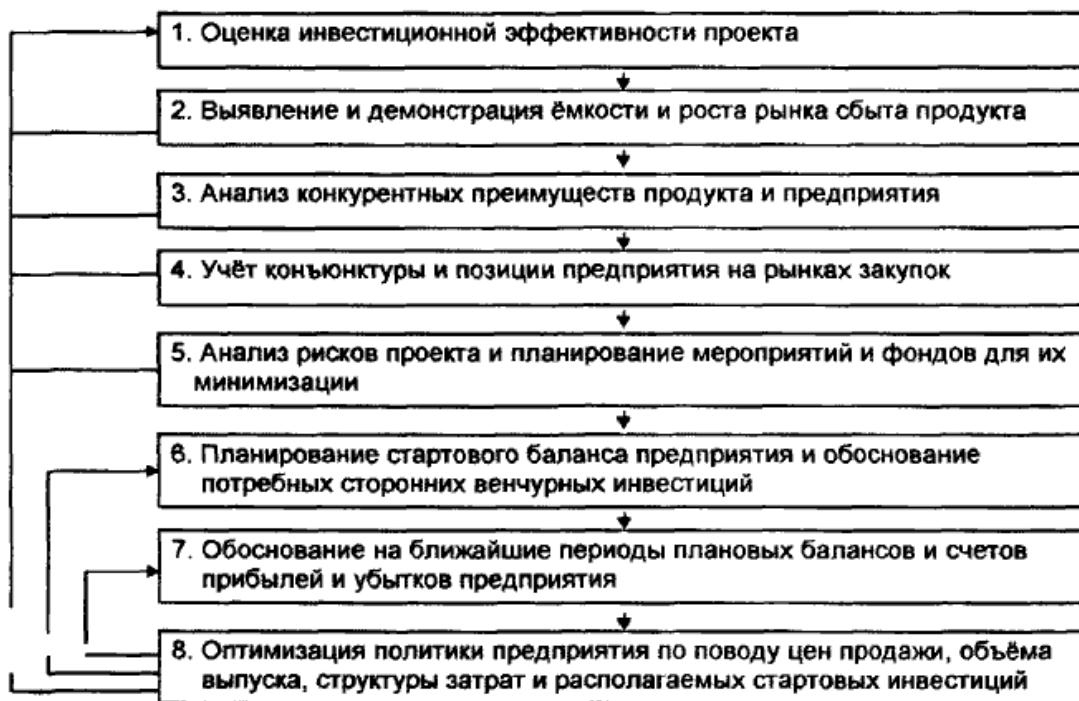
⁶⁸ Власов А.В. Механизмы поддержки малых предприятий, М., 1999 г. С.34.

* Подробнее, см., например, Воронцовский А.В. Инвестиции и финансирование, СПб., 1998 г. С.99-217.

4.3. Третий способ - это вновь организуемое предприятие, так называемый «классический» венчур. Инициаторы организации нового предприятия встают перед проблемой привлечения недостающих средств либо в виде кредитов, либо на партнерской основе. Решить задачу в привлечении необходимых ресурсов помогает хорошо подготовленный бизнес-план, который и представляется инвесторам. Разработка убедительного бизнес-плана требует профессиональной подготовки, часто этим занимаются специальные консультационные фирмы.

Представим примерную схему составления бизнес-плана и основные вопросы, которые интересуют венчурного инвестора при анализе проекта (Рис. 1).

Рисунок 1. Упрощённый алгоритм составления бизнес-плана венчурного предприятия⁶⁹



Заметим, что бизнес-план должен наиболее выигрышно представить и логически объяснить суть конкретного инвестиционного проекта. Считается также, что бизнес-

⁶⁹ С.В.Валдайцев Коммерческая реализация новых технологий, СПб., 1995 г. С.35.

план должен быть кратким, но емким. Инвестор хочет увидеть в нем ответы на следующие вопросы:⁷⁰

- Что уникального в компании или в проекте? Имеется в виду не уникальность сама по себе, а уникальность по отношению к участникам данного рынка
- Что компания производит? Или какие услуги предоставляет?
- Как компания поддерживает или будет поддерживать способность приносить прибыль?
- Какие выгоды получит компания от внешнего финансирования?
- Насколько профессиональна команда управляющих компанией? Какие проекты уже были ими реализованы?
- Как разработана стратегия выхода инвестора из бизнеса?

Существует масса рекомендаций по составлению бизнес-плана, расчету настоящей и прогнозной стоимости проекта, однако, в рамках данного исследования эти вопросы автором не рассматриваются.*

Рассмотрим *способы организации венчурной компании*. В значительной степени они связаны с зависимостью от учредителя, однако, в каждом отдельном случае на способ организации влияет множество факторов: краткосрочные и долгосрочные цели инвестора, состояние экономики, капитализация и ликвидность фондового рынка, возможность в привлечении дополнительных средств и так далее. Исходя из опыта работы с инвестиционными проектами в России, автор предлагает несколько подходов к организации венчура, использование которых на практике может быть наиболее результативным.

5.1. Организация «с нуля» нового предприятия, в котором доля инвестора превышает 50%;

5.2. Покупка специализированного предприятия с долей инвестора более 50% или с правом вето на любые решения;

⁷⁰ http://www.vfinance.com/buspl_down_app.asp

* Подробнее о составлении бизнес-плана см., например, «Семь нот менеджмента», М., 1998 г. С.71 и СС.321-328, о методах расчета прогнозной стоимости бизнеса см. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. Учебное пособие для вузов, М., 2001 г. С.196-205.

5.3. Смешанное финансирование (кредитование и капитальное вложение средств) реализуемого проекта (не обязательно связанного с созданием отдельного предприятия). Этот подход основывается на окружении проекта аффилированными инвестору компаниями, которые поставляют необходимое оборудование, финансовые ресурсы, занимаются сбытом готовой продукции.

Необходимость в получении инвестором контрольного пакета акций объясняется спецификой отечественной экономики. Таким образом инвестор страхует свой капитал от соучредителей проекта, которые часто вкладывают только идею. Кстати, пп.5.1 и 5.2 отличаются от зарубежного опыта еще и тем, что 51% компании должен принадлежать одному инвестору. В США же, например, первичное финансирование осуществляется часто группой инвесторов, которые и не стремятся иметь контрольный (но не блокирующий) пакет акций, так как не желают нести ответственность в одиночку.⁷¹

Такая российская практика значительно сдерживает инвесторов, которые, не желая объединяться, в одиночку не в состоянии профинансировать проект. Соответственно, сокращается количество проектов, которые могли бы быть реализованы.

В 1999 году автор принимал участие в инвестиционном проекте, связанном с разработкой и установкой оборудования для производства рыбных полуфабрикатов. Когда инвесторы, чтобы показать серьезность своих намерений, частично профинансировали проект, сторона-реципиент неожиданно отказалась подписать договор о создании нового юридического лица, мотивируя отказ тем, что отведенная ей доля в 49% является недостаточной. Инвестор был вынужден с потерей для себя реализовать уникальное оборудование на рынке, так как дальнейшее сотрудничество с подобным партнером могло принести еще большие убытки. Кстати, в самом общем виде такое поведение партнеров является проявлением так называемой «асимметрии интересов».* Можно только предположить, к каким последствиям привело бы сотрудничество с «компаньонами», которые с самого начала решили управлять чужими средствами, взамен предоставив лишь идею совместного бизнеса.

⁷¹ Фонштейн Н.М. Не все то рисковое...//Иновации №4-5, 2000 г. С.16.

* Подробнее см. Валдайцев С.В. Управление инвестиционными рисками, СПб., 1999 г. С.11.

Однако, несмотря на то, что в данный момент рассмотренные варианты следует считать наиболее приемлемыми, можно предложить еще несколько способов организации венчура, использование которых станет возможным через некоторое время:

5.4. Во-первых, это внешний венчур в рамках мощной финансово-промышленной группы (ФПГ). Такие предприятия как РАО «Газпром» или ОАО «Сургутнефтегаз» постоянно используют инновации в своей деятельности. Поставщиком инноваций сейчас выступают либо проектные институты, либо «классические» венчурные компании, действующие в области интересов крупных компаний. Вместе с тем, уже сейчас очевидно, что для сохранения своего потенциала крупным компаниям необходимо создавать собственную научную базу - и первым шагом может быть именно создание внешнего венчура.

5.5. Во-вторых, рассмотренный нами ранее внутренний венчур опять же в составе крупной ФПГ. Создание венчура внутри корпорации требует определенной культуры хозяйственных взаимоотношений. Однако современные тенденции развития крупного отечественного бизнеса позволяют говорить о появлении такой возможности в ближайшие годы.

5.6. Наконец, снижение нестабильности внутренней экономики должно позволить инвесторам создавать больше совместных проектов с различной степенью участия, а не только с долей в 51%. Даже сейчас участие в проекте, например, ОАО «Лукойл» с долей в 25% снимет ту напряженность, которая возникает при совместном участии средних и мелких инвесторов.

Чтобы определить *участников венчурной деятельности* воспользуемся положениями, разработанными для этой цели бизнес-школой Университета штата Мичиган в Энн Арборе.

Школа выделяет три (рассмотренные нами ранее схемы насчитывали только два) основных действующих лица, оказывающих преобладающее влияние на индустрию:

6.1. Институциональный инвестор (источник финансирования);

6.2. Предпринимательская фирма (в нашей терминологии реципиент), получающая (и использующая) капитал;

6.3. Агентство или агент, находящееся между этими двумя, которое идентифицирует, сортирует, осуществляет сделки и соответствующий мониторинг и контроль и привлекает дополнительные средства.

Выделим только основные положения.⁷²

1. Открытие венчура отличается как организационной структурой, так и экономической. Финансовые потоки движутся в фонды от партнерств с ограниченной ответственностью. Этот процесс организации и деятельности венчурного капитала включает в себя операции: годовое вознаграждение в виде 2-3%-го гонорара от суммы фонда за управленческие услуги, 15-20% от прироста капитала, полученных с вложенного инвесторами капитала.⁷³ Такие стимулы имеют цель эффективного выполнения агентом своей роли, поскольку, по крайней мере, в США ни один из финансовых институтов не может организовать связь с предпринимательской фирмой и эффективно осуществить соответствующие сделки.

2. Что касается источников инвестирования, считается, что венчурные фонды преимущественно пополняются за счет средств пенсионных фондов и страховых компаний, а также пожертвований и некоммерческих фондов. Все венчурные фонды по существу являются объединением средств (пулом). С конца 30-х годов накопления в США в нарастающей степени объединялись во все меньшее число неких образований. Таким образом, по мнению бизнес-школы рынок функционирует путем кругооборота средств от институциональных «копилок» обратно на финансовые рынки, и проблема состоит в том, чтобы преодолеть консерватизм этих пулов, которые очень трудно вовлекаются в деятельность с высоким уровнем риска.

3. Большое число фондов венчурного капитала в США насчитывает в своих активах 10 и менее млн. долларов. Несмотря на очень малое число фондов, которые можно было бы назвать мега-фондами (некоторые фонды насчитывают около 2 млрд. долл., а один из самых крупных 4,5 млрд. долл.), существует большое сопротивление к образованию очень больших по размеру фондов венчурного капитала. Это может быть вызвано тем, что частные лица, которые руководят фондами венчурного капитала, являются по духу предпринимателями и испытывают неприязнь к бюрократии, свойственной крупным

⁷² Венчурное финансирование: теория и практика. Под ред. Н.М.Фонштейн, М., 1998 г. С.121-129.

банковским организациям. Поэтому, несмотря на то, что некоторые из венчурных фондов успешны и в крупных уровнях, рынок отдает предпочтение более мелким фондам. Средний размер фонда составляет 55 млн. долл., и хотя размер необходимого стартового капитала увеличивается, отмечается обратная тенденция венчурных сделок в сторону более мелких производственных образований.

4. Существует объяснение снижения общего объема венчурного капитала. В середине 80-х гг. общий объем капитала увеличился, однако, большая его доля была обусловлена инвестициями на поздних этапах проекта. Примерно в 1986 г. вслед за изменениями в законодательстве США относительно налогов на прибыль и в банковском регулировании, эффективные сделки по выкупу менеджерами контрольного пакета акций своего предприятия за счет венчурного финансирования стали менее популярными, и соответственно снизилась сумма денежных средств, используемых фондами венчурного капитала для этого вида деятельности. Что касается финансирования ранних этапов расширения рынка, то абсолютный рост соответствующих инвестиций приостановился, хотя на самом деле он увеличился по отношению к общему объему венчурного капитала. Таким образом, хотя общая сумма денежных средств венчурных компаний уменьшилась, инвестиции на ранних этапах и этапе расширения остались примерно на том же уровне. Примечательно, что в США всего лишь 1 млрд. долл. в год приходится на инвестиции в ранние этапы развития бизнеса. Это невероятно малая цифра, особенно если учесть эффекты, полученные экономикой США. Это остается проблемой, и поэтому в США сейчас возрастает роль частного предпринимателя, основателя фирмы и его ближайших партнеров или, другими словами, частных лиц, которые готовы вместе с предпринимателем инвестировать средства на начальном этапе бизнеса. Количество компаний, финансируемых частными инвесторами, составляет приблизительно полмиллиона в год по сравнению с примерно 2000 компаниями, профинансированных партнерствами венчурного капитала. Причем общий объем инвестиций частных инвесторов составляет порядка 30 млрд. долл. США в год, т.е. больше объема финансирования, осуществляемого фондами венчурного капитала. Это легко объясняется тем, что венчурные капиталисты заинтересованы только в бизнесах, демонстрирующих возможности действитель-

⁷³ Гулькин П.Г. Введение в венчурный бизнес в России//Иновации №7-8, 1999 г. С.97.

но высокого роста. Проблема состоит в том, что при рассмотрении двух рядом расположенных предпринимателей трудно точно определить, кто из них добьется успеха.

5. Таким образом, роль организованных фондов венчурного капитала отличается от роли частных лиц, но роли последних важны не в меньшей степени, поскольку, чтобы потом поддерживать их развитие, кто-то должен помочь старту новых компаний. Особенно это важно для стадии НИОКР. Для превращения инновационной идеи в коммерчески жизнеспособный продукт, необходим капитал, но именно на этом этапе доступ к денежным средствам крайне затруднен. Вот почему частные инвесторы, которые склонны заняться и меньшими оборотами на более ранних этапах, играют такую важную роль в экономике. Если политика правительства имеет целью предоставить налоговые стимулы или налоговые льготы, то она должна быть в первую очередь направлена на этих частных инвесторов, которые выступают на ранних стадиях процесса в качестве учредителей и со-инвесторов новых предприятий. Именно здесь правительство может получить самый большой возврат в расчете на один доллар, потраченный из налоговых поступлений.

6. Что касается доходов и эффективности сделок, более долгосрочная модель инвестиций предполагает относительно более скромные доходы, чем можно было бы ожидать. Но при сопоставлении этой модели с индексом S&P500 можно обнаружить, что относительная эффективность венчурных фондов выше на 2-3%. А для крупного пенсионного фонда улучшение уже на какую-либо долю процента превращается в значительные доходы на общую сумму фонда. Для инвестиций в более поздние этапы характерен более низкий коэффициент доходности капиталовложений, но ниже и степень риска. Поэтому, чем ближе инвестор к финансированию нулевой и ранней стадии образующихся компаний, тем выше ожидаемые доходы, но также и значительно выше стандартные отклонения от них.

Такова позиция школы. С точки зрения автора, некоторые положения, выдвигаемые школой, можно принять без споров. Например, пункт 3, поскольку это статистические данные или пункт 5, так как роль частных инвесторов, напрямую финансирующих инновации, действительно отличается от роли фондов, финансирующих преимущественно стадии расширения или выхода на фондовый рынок.

Положение 1 не является спорным, однако требует пояснения. Дело в том, что бизнес-школа под партнерами с ограниченной ответственностью понимает весьма широкий сегмент инвесторов: это пенсионные фонды, корпорации, страховые компании, физические лица и иностранные инвесторы. А фонды в понимании школы - это управляющие компании. Безусловно, для поддержания роста и функционирования этого рынка требуются значительные денежные средства, и в США это реализуется за счет того, что инвесторы, однажды получившие доход от вложений в фонд, инвестируют эти средства вновь (до 1/4 денежного дохода инвестор вкладывает обратно в фонд).⁷⁴ Соответственно, размер комиссии фонда за управление нам кажется вполне обоснованным, так как, действительно, является хорошим стимулятором. В России же имеющиеся паевые фонды (не венчурные, так как венчурные по сути еще не созданы) не принесли такого дохода инвесторам, и это снижает их привлекательность в глазах потенциальных вкладчиков. А также создает препятствия для образования фондов венчурного капитала, так как потенциальный доход не может быть ими гарантирован, и на практике пока не проверен.

Пункт 2 можно дополнить следующими данными об источниках формирования рискованных фондов:⁷⁵

- 47% - пенсионные фонды
- 21% - пожертвования и некоммерческие фонды
- 12% - частные лица
- 9% - страховые компании
- 9% - корпорации
- 2% - иностранные инвесторы

Наиболее спорными с нашей точки зрения являются пункты 4 и 6. Например, в заключительном положении указывается, что средняя годовая доходность акций новых компаний незначительно выше, нежели традиционных капитальных бумаг. В действительности же, в отдельно взятые промежутки времени, индекс новых компаний может быть и отрицательным по отношению к S&P или Dow Jones, однако в долгосрочном плане его темпы роста значительно превышают конкурирующие индексы. Например, за

⁷⁴ Балабан А.М. Венчурное финансирование в России// Инновации №4-5, 1998 г. С.12.

последнее десятилетие Nasdaq Composite (характеризующий рынок акций новых компаний) вырос в десять раз, тогда как Dow Jones увеличился всего в четыре раза, а рост индекса стоимости акций, входящих в листинг Нью-йоркской биржи, NYSE Composite и того меньше - 200%.⁷⁶

Пункт 4 вызывает наибольшее количество вопросов. Наблюдаемое бизнес-школой снижение общего объема венчурного капитала не согласуется с данными корпорации VentureOne (собранными известными консалтинговыми агентствами). В первом параграфе работы приведены таблицы (№1 и №2), где, наоборот, показан рост индустрии с середины 90-х годов. Очевидно, такие различные оценки связаны с неустановившимися стандартами в индустрии. Возможно, школа учитывает только один из нескольких секторов индустрии (например, только официальный). Поэтому разработка параметров, позволяющих стандартизировать используемую терминологию, является также одной из задач этой научной работы.

Автор не отрицает ни одного положения из представленных выше, считая, что все они имеют право на существование. Тем не менее, сделаем несколько замечаний.

Во-первых, нам кажется, что в данный момент практически неприменим подход американской школы относительно России. В развитой экономике со стабильно работающими финансовыми рынками институциональные инвесторы, безусловно, имеют определенные преимущества перед неофициальными (частными) инвесторами. При этом очевидно, что в современных условиях (когда объем информации каждые пять лет увеличивается в мире в два раза) институт посредников (основной игрок, по мнению школы) выполняет важную организующую функцию. Для России же характерна своя специфика: неоправданное налогообложение и дефицит финансовых ресурсов заставляют инвесторов искать «обходные» пути. В лучшем случае операции, связанные с крупными венчурными проектами проводятся через офф-шорные компании, но чаще всего первичное финансирование идет от имени физического лица, что позволяет (пока) «прятать» деньги от налогов.

⁷⁵ источник: Venture Economics Investor Services

⁷⁶ Козицын С. Грабли маргинальной торговли//Коммерсантъ, №129, 2000 г. С.6.

По этой причине пока институт посредников в России представлен либо некоммерческими организациями (типа Корпорации Прямых инвесторов в Петербурге)⁷⁷, либо ассоциациями инвесторов (типа Российской Ассоциации Венчурных Инвесторов).⁷⁸ Указанные посредники не участвуют в управлении проектами и распределении средств, основная их задача - сбор и сортировка бизнес-планов реципиентов и информационное обеспечение инвесторов-участников ассоциации. Например, вот как выглядят основные задачи деятельности РАВИ:⁷⁹

- Становление и развитие венчурного инвестирования в России;
- Информационное обеспечение участников российского венчурного рынка;
- Взаимодействие членов РАВИ с промышленными и финансовыми кругами России;
- Подготовка консультантов и специалистов для компаний венчурного бизнеса.

Рисковые же фонды венчурного капитала (действительные посредники в терминологии бизнес-школы) в настоящий момент себя практически не проявляют, так как являются по сути «карманными» для учредивших их структур. Тем не менее, с развитием фондового сегмента «хай-тек» и при условии дальнейшего роста экономики России появление таких фондов станет закономерностью и начнет вовлекать новых участников (среди инвесторов).

Во-вторых, временно следует исключить все подходы, при которых инвестор отдает свои средства в управление команде менеджеров, занятых реализацией проекта. То есть, такая ситуация возможна и сейчас, но только в том случае, если инвестор сам или с помощью своего представителя входит в эту команду. А это, в свою очередь, достигается покупкой доли, позволяющей оказывать влияние на партнеров. Рассмотрим вопрос подробнее.

Первые российские венчурные компании возникли в основе своей как «спин-офф» при исследовательских институтах или крупных промышленных предприятиях. Так как было возможно использовать имеющиеся мощности, то капиталы в этом бизнесе вращались небольшие (необходимые только на оборотные средства). Вопрос контро-

⁷⁷ Андреева Е. Селекция через кредиты// Эксперт Северо-Запад, №17, 2000 г. С.23.

⁷⁸ Иванов И. Первая волна венчурных фондов//Коммерсант Дэйли №34, 1997 г. С.11.

⁷⁹ Справка о создании и деятельности РАВИ// Инновации, №7-8, 1999 г. С.94.

ля над деятельностью зародившихся компаний практически не стоял, все было основано на энтузиазме научных работников, организовавших бизнес. Первые проблемы в таком подходе обнаружились позже, когда появились значительные финансовые потоки. В командах менеджеров (или основных акционеров) возникли разногласия по поводу возможного использования ресурсов. В результате часть акционеров осталась на предприятии, другая часть ушла и организовала новые компании. Часть новых компаний занялась реальным производством, но некоторые на волне финансового подъема 1994-1995 года оказались «псевдовенчурными» компаниями. После последовавшего краха публичного фондового рынка в 1995 году, а также после перманентных финансовых кризисов 1996-1998 годов инвесторы перестали доверять даже своим компаньонам, и началось новое время для российской индустрии венчурного капитала.

Этот период характеризуется тем, что инвесторы исключительно самостоятельно управляют финансовыми ресурсами при реализации инвестиционных проектов, не полагаясь на порядочность сторонней команды менеджеров. В этом состоит еще одна особенность российской венчурной индустрии.

Именно поэтому потенциальному реципиенту необходимо изначально ориентировать инвестора на существенную долю в компании, иначе проект не будет даже рассмотрен.

Прежде, чем анализировать схемы финансирования новых проектов, рассмотрим финансовый инструментарий, с которым работают венчурные инвесторы (как институциональные, так и частные). Но сначала выделим основные задачи, которые данный инструментарий должен обеспечивать:⁸⁰

- защита интересов разработчиков;
- защита интересов инвесторов;
- управляемость компанией;
- привлечение средств на длительный срок.

Рынок ценных бумаг состоит из бумаг двух типов (в классификации по виду воплощенного права): первый тип обеспечивает долю участника в предприятии и дает возможность участия в прибылях, второй тип бумаг подтверждает права владельца на

определенную денежную сумму (срок получения, процентная ставка и обеспечение которой оговаривается заранее). Часто только комбинацией бумаг первого и второго типа можно достичь поставленных выше целей. Для нашего исследования к ценным бумагам первого типа можно отнести акции (обращение долей участников общества с ограниченной ответственностью очень усложнено, поэтому не рассматривается в качестве наиболее распространенного инструмента), к бумагам второго типа - облигации и векселя.

Акции - ценные бумаги, выпускаемые открытым или закрытым акционерным обществом, указывающие на долю держателей акций в капитале данного акционерного общества.

Акции могут быть обыкновенными и привилегированными. Их основное отличие заключается в обеспечении права голоса. Привилегированная акция правом голоса не обладает. Известно много разновидностей привилегированных акций, однако для данного исследования нам интересны акции обыкновенные, так как венчурный инвестор предпочитает влиять на бизнес, в котором у него есть доля, и никакие преимущества привилегированных акций не могут компенсировать инвестору отсутствие права голоса.

К первому типу бумаг, с некоторыми ограничениями, можно отнести и инвестиционное свидетельство (инвестиционный сертификат, пай) - ценная бумага, подтверждающая право собственности владельца на часть инвестиционного фонда (обособленного имущества) инвестиционной или управляющей компании.⁸⁰ Владельцами таких бумаг обычно являются мелкие и средние вкладчики, которые готовы к высокому риску и высоким доходам, но капитала которых недостаточно для финансирования ими отдельных проектов.* Управляющая компания путем размещения данных сертификатов (паев) финансирует заявленные в деятельности фонда проекты.

Ценные бумаги второго типа включают в себя:

1. Облигация - обязательство, в соответствии с которым заемщик (выпустивший облигацию) гарантирует кредитору (купившему облигацию) выплату определенной сум-

⁸⁰ Ворфоломеев А. «Новая экономика», венчурный бизнес и особенности инвестирования высокотехнологичных проектов и компаний// РЦБ №19, 2000 г. С.82.

⁸¹ Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности, М., 2000 г. С.44.

мы по истечении определенного срока и выплату ежегодного дохода в виде фиксированного или плавающего процента.⁸² Существует множество видов облигаций, венчурный инвестор чаще всего использует конвертируемые - они позволяют ему быть как кредитором предприятия (надежнее защитить свой капитал), так и акционером, если заранее оговоренные условия эмиссии это позволяют.

2. Вексель - письменное безусловное обязательство или указание векселедателя выплатить в установленный срок определенную сумму лицу, указанному в векселе.⁸³ Так как вексель не требует обязательной для облигаций регистрации проспекта эмиссии в Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ), то используется, по крайней мере, в России значительно чаще, чем облигация в качестве финансового инструмента венчурного инвестора.

Спорным с точки зрения законодательства финансовым инструментом является инвестиционный кредит - долгосрочный кредит, предоставляемый в целях приобретения чаще всего основных фондов (уникального оборудования и других активов). Как и любой другой вид кредита, предоставляется на условиях срочности, возврата и платности. Что в случае с финансированием молодой компании вряд ли может быть гарантировано. Поэтому, несмотря на определенную долю инвестиционных банков, в данном секторе чаще всего только венчурные инвесторы занимаются кредитованием. Высокий риск неисполнения обязательств по такому кредиту делает невозможным участие традиционных банков в финансировании рискованного предпринимательства - возникает своего рода ниша венчурного кредитования, действующая по своим, неофициальным законам, в соответствии с которыми кредит при определенных условиях может переоформляться в долевое участие кредитора в проекте.

* Часто инвесторами таких компаний становятся наряду с физическими лицами пенсионные фонды и страховые компании, причем их доля в венчурном фонде достигает 40-50% - см. Арзамасцев А.В. Венчурный капитал: проблемы и практика//Иновации №4-5, 1998 г. С.21.

⁸² Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. М., 2000 г. С.382.

⁸³ Глухов В.В., Бахромов Ю.М. Финансовый менеджмент, СПб., 1995 г. С. 132.

Требуемая венчурным кредитором ставка в зависимости от стадии реализации проекта значительно выше среднерыночной, однако, предприниматель часто согласен больше заплатить кредитору, чем допустить его к участию в прибылях.*

Безусловно, незначительное число венчурных проектов финансируется подобным образом (с помощью кредитного механизма), например, в США. В России же или странах Европы (за исключением Нидерландов и Великобритании), там, где фондовый рынок менее развит - данный инструмент занимает ощутимую часть в портфелях венчурных инвесторов. Недостатком подобной схемы является отсутствие соответствующей лицензии у венчурного инвестора, как следствие - необходимость действовать полуофициально. Именно такого рода венчурные операции не могут быть учтены статистикой, хотя по своим масштабам сравнимы с объемами операций институциональных инвесторов.

Американская венчурная корпорация «VentureOne» предлагает следующую (упрощенную) схему организации финансирования новой высокотехнологичной компании:⁸⁴

- «Начало» - относительно небольшие инвестиции венчурного капиталиста в образуемую компанию, цель которых - доказательство заявленной концепции. На этом этапе возможны опытно-конструкторские работы (считается, что научно-исследовательские уже закончены), но речи о маркетинге продукта пока еще нет.

- «Первый этап» - финансирование «недостаточности» собственного капитала фирмы, необходимо для организации коммерческого производства и начала продаж продукта или услуги.

- «Второй этап» - финансирование оборотного капитала. На этой стадии у компании растет выручка и заказы, и, хотя, очевиден прогресс, прибыли еще может не быть.

* Именно этим фактом с нашей точки зрения можно объяснить неожиданное улучшение благосостояния целого класса американцев. Которые при отсутствии наличных средств у молодой компании в счет выплаты кредита, заработной платы, иных финансовых активов получают пакеты акций. Впоследствии размещенные на фондовом рынке эти акции приносят обладателям прибыль с таким уровнем доходности, которая не укладывается даже в рамки правил рискованного предпринимательства. В 1996 году только за один день благосостояние служащих компании NetScare увеличилось в несколько раз из-за того, что акции компании, которыми им платили зарплату ввиду отсутствия наличных средств, увеличились в цене на первых же торгах с 28 до 71 доллара - см. Ракукин А. Миллион - это так быстро//Коммерсантъ-Дэйли, №61, 1996 г. С.8.

⁸⁴ <http://www.vfinance.com/glossary.shtml>

- «Третий этап» - вновь финансирование капитальных вложений, но необходимых уже для строительства новых производственных мощностей. На этом этапе наблюдается значительный объем продаж, фирма проводит маркетинговые акции и работает над улучшением качества продукта.

- «Последняя стадия» - заключительная стадия финансирования компании, может быть связана с необходимостью смены собственника, вывода компании на фондовый рынок или ликвидацией бизнеса.

Таблица 3 детализирует рассмотренные выше этапы.

Таблица 3. Основные этапы финансирования фирмы⁸⁵

Первый этап финансирования

Этапы	Мероприятия
Предстартовый капитал	Относительно небольшие суммы, необходимые для подготовки технико-экономического обоснования проекта и финансирования исследований
Стартовый капитал	Промышленное проектирование товара и выпуск опытной партии (пока ещё не коммерческое производство), финансирование, необходимос для того, чтобы компания фактически начала что то производить

Финансирование расширения и развития фирмы

Этапы	Мероприятия
Второй этап	Оборотный капитал для поддержания первоначального роста; прибыли ещё нет
Третий этап	Главный этап расширения компании, на котором быстро растёт объём сбыта, самоокупаемость фирмы находится на нулевом уровне или только пошла в гору, но фирма ещё является частной компанией
Четвёртый этап	Переходное финансирование для подготовки компании к превращению в акционерное общество

⁸⁵ Питерс М., Хизрич Р. Финансирование нового предприятия (вып.3). М., 1994 г. С.55.

Финансирование скупки или выкупа с подзаёмом

Этапы	Мероприятия
Традиционная скупка	Приобретение прав собственности на другую компанию и перевод её под контроль фирмы
Выкуп с подзаёмом	Руководство компании решает выкупить её у нынешних собственников, используя привлечённые средства (подзаём)
Приватизация	Некоторые собственники или менеджеры компании скупают все её акции в обороте и опять превращают фирму в частную

Ознакомившись с основными этапами финансирования инновационной фирмы, рассмотрим форму участия инвестора в проекте (таблица 4).

Таблица 4. Действия инвестора на разных этапах существования компании⁸⁶

Этап	Прибыль	Действия инвестора
Организация компании	Отсутствует	Начало финансирования или отсутствие
Быстрое развитие компании	Появляется и растёт	Активное участие в налаживании работы
Зрелость компании	Достигает максимума и стабилизируется	Реализация инвестиций по наивысшей цене (продажа компании)
Насыщение рынка товаром	Падает	Отказ от участия

Как видно из таблицы, только на третьей стадии развития венчурной фирмы рискованный капиталист может получить прибыль. Это достигается обычно за период в пятьдесят лет. Анализ деятельности фирм показывает, что рискованный капитал сосредотачивается в новых, быстрорастущих отраслях, где есть возможность расширения рынка. Например, в 1975 году две трети инвестиций пришлось на электронную промышлен-

ность.⁸⁷ Затем бум охватил космическую сферу, где вскоре прекратился ввиду отсутствия государственного финансирования, без которого крупные проекты оказались невозможны.

В 80-е годы резко возросла роль корпораций в венчурном бизнесе, стимулирующим фактором оказалось желание (в случае успеха) владеть контрольным пакетом малой инновационной фирмы (МИФ), а также возможность быстрой смены ассортимента продукции. Только «Дюпон», «Моторола», «ЗМ», «Ксерокс», и «Дженерал Электрик» вложили в 1984 году более \$100 млн. в тридцать начинающих предприятий. Их доля в этих проектах составляет от двадцати до пятидесяти процентов, что является, по сути, контрольным пакетом.⁸⁸ Так, наиболее успешным из 15 «внутренних венчуров» корпорации Ай-Би-Эм оказался проект создания и выпуска персональных компьютеров. К 1980 году (через год после образования венчура) продукция была выпущена на рынок, а ещё через 2 года годовой объём продаж составил \$2.5 млрд., превысив продажи любой другой модели вычислительной техники производства Ай-Би-Эм.⁸⁹

Общий фонд рискованного финансирования в США с начала 90-х годов (составлявший на тот момент 2% от валовых капитальных вложений в промышленность этой страны) вырос в несколько раз, его доля в финансировании высокотехнологичных компаний постоянно растёт, и составляет не менее 50%.⁹⁰ В консервативной Европе сектор компаний hi-tech в 1999 году привлек 25,6% от общего объёма инвестиций или 6,8 млрд. евро.⁹¹

Безусловно, без соответствующей отдачи бизнес вряд ли стал бы финансировать науку. Статистически доказано, что со второй половины семидесятых курс акций инновационных (в той или иной степени) фирм рос гораздо более высокими темпами, нежели акции промышленных предприятий в традиционных отраслях.⁹²

⁸⁶ Мотовилов О.В. Банковское и коммерческое кредитование и финансирование инноваций, СПб., 1994 г. С.99.

⁸⁷ Денисов Г.М. Малый инновационный бизнес в США и РФ, М., 1993 г. С.22.

⁸⁸ Разумнова И.И. Малые фирмы в США: Экономика и управление, М., 1989 г. С.85.

⁸⁹ Дудина В.Р. Опыт зарубежных стран, Минск, 1990 г. С.7.

⁹⁰ Рудакова И.Е. Инновационный процесс в странах развитого капитализма, М., 1991 г. С.10.

⁹¹ <http://www.techbusiness.ru>

⁹² Козицын С., Паршин Р. Тенденции//Коммерсантъ №46, 2001 г. С.8.

В таблице № 5 рассматриваются источники финансирования основных этапов становления малой инновационной фирмы (МИФ).

Таблица 5. Рынки рискованного капитала и финансирование нового предприятия⁹³

1 ^й этап финансирования МИФ	2 ^й этап финансирования МИФ	3 ^й этап финансирования МИФ
Неофициальный рынок рискованного капитала (индивидуальные инвесторы) Частные венчурные компании	Частные венчурные компании Филиалы крупных корпораций (методом прямой покупки специализированного предприятия) Венчурные компании, субсидируемые государством	Официальный рынок ценных бумаг Все виды компаний венчурного капитала

В качестве комментария к таблице № 5 можно добавить, что более шестидесяти процентов средств, привлекаемых рискованными компаниями на первом этапе, принадлежит частным венчурным капиталистам.

Следующая таблица показывает популярность использования такого инструмента финансирования компании как акции американскими инвесторами (как частными, так и институциональными).

Таблица 6. Крупнейшие первичные размещения акций венчурных компаний на фондовом рынке США во второй половине 1999 года⁹⁴

Компания	Сегмент рынка	Инвестиции
Northpoint Communications	Электронная связь	\$360 000 000
Rhythms NetConnections	Электронная связь	\$196 900 000
High Speed Access	Электронная связь	\$169 000 000
E-Toys	Розничная торговля и услуги	\$166 400 000
Juniper Network	Электронная связь	\$163 200 000

⁹³ Питерс М., Хизрич Р. Финансирование нового предприятия (вып.3). М., 1994 г. С.53.

⁹⁴ <http://www.ventureone.com/research/venturedata/stats/q299news.htm>

Очевидно, что столь крупные суммы, получаемые эмитентами на рынке капитала, привлекают в этот сектор все новых и новых участников. Например, за вторую половину 1999 года состоялось примерно столько же первичных размещений, сколько за весь 1998 год.⁹⁵ Причем, несмотря на нестабильность фондового рынка в США, количество сделок пока продолжает увеличиваться. Возможности рынка позволяют размещаться на нем компаниям, которые были основаны всего 1-2 года назад, многие из них выходят на фондовый рынок с многомиллионными убытками, например, интернет-компания «BUY.COM» разместила свои акции при текущих убытках порядка 200 млн. долларов.⁹⁶ Капитализация таких компаний, как «eBayInc.», «Yahoo!Inc.» за 5 лет увеличилась почти в 500(!) раз.⁹⁷ Так, если сейчас это характерно только для компаний, работающих в области информационных технологий, возможно, скоро эта тенденция распространится и на другие сегменты бизнеса. Хотя после падения мировых фондовых индексов в 2000 году эксперты стали давать более осторожные прогнозы, и теперь считается, что 70% высокотехнологичных компаний, появившихся в 1999 году, уже никогда не продадут свои акции, а высокая стоимость 90% компаний объясняется лишь заблуждениями инвесторов.⁹⁸

Рассмотрим цели и критерии оценки проекта венчурными капиталистами:⁹⁹

Цель - обеспечение долгосрочного роста своего капитала путём предоставления ссуд молодым, быстрорастущим предприятиям или долевого участия в них.

Критерии оценки - учитываются такие факторы как сильная управляющая команда, уникальность предложенного проекта, высокий ожидаемый доход (рассматриваются оптимистические и пессимистические оценки).

Процесс оценки - включает в себя стадию первичной оценки проекта, первоначальную договорённость об условиях, оценку отрасли, рынка, участников, подписание сделки и контроль над ходом выполнения проекта.

К факторам, учитываемым при определении стоимости сделки можно отнести следующие: ожидаемая прибыль, сумма требуемых инвестиций и сумма инвестиций, ко-

⁹⁵ <http://www.ventureone.com/research/venturedata/stats/q199news.htm>

⁹⁶ Пичугин И., Полуэктов Н. Экономика на вере//Коммерсантъ №35, 2000 г. С.8.

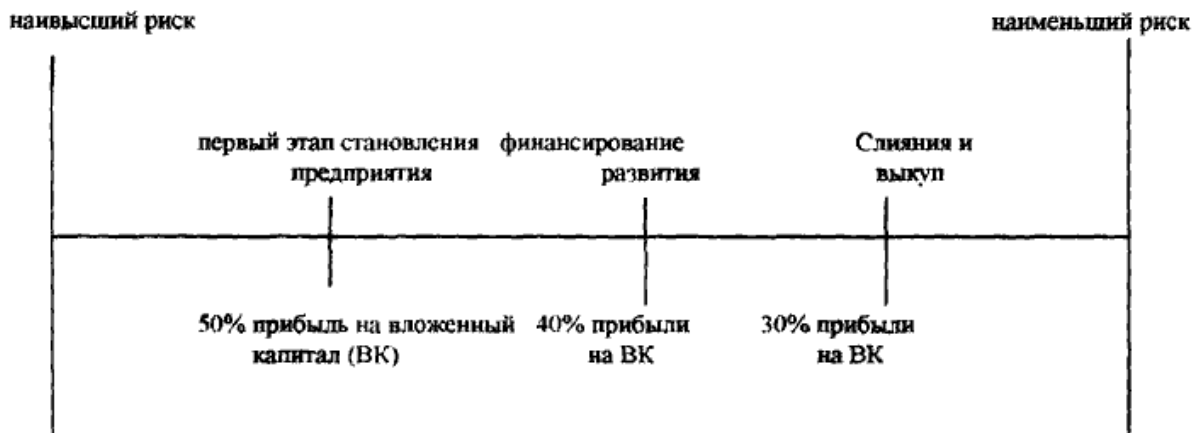
⁹⁷ Кокшаров А., Кирьян П. Торговцы будущим//Эксперт №23, 1999 г. С.18.

⁹⁸ Арсеньев В. Тенденции//Коммерсантъ №36, 2000 г. С.8.

тору вкладывает предприниматель, качество проекта и команды, перспективы компании, ликвидность, возможности выхода из проекта.

Помимо этого, следует учитывать, что венчурный капиталист может на своё усмотрение вносить изменения в инвестиционные планы. Поэтому предприниматель (реципиент) должен быть готов к этому, особенно при организации высоко рискованного предприятия. Для такого случая надо иметь представление об идеальной модели инвестирования, которой руководствуется венчурный капиталист.

Рисунок 2. Венчурное финансирование - критерии риска и ожидаемой прибыли¹⁰⁰



наибольшая ожидаемая прибыль

наименьшая ожидаемая прибыль

Следует учесть, что для наукоёмких инноваций степень риска будет соответствовать максимальной, впрочем, как и возможная прибыль.

Приведём также оптимальный портфель венчурного инвестора (институционального или неофициального).

Таблица 7. Венчурный капитал: структура портфеля (анализ риска, отдачи и инвестиций)¹⁰¹

⁹⁹ Гулькин П.Г. Введение в венчурный бизнес в России//Инновации №7-8, 1999 г. С.95.

¹⁰⁰ Питерс М., Хизрич Р. Финансирование нового предприятия (вып.3). М., 1994 г. С.72.

¹⁰¹ <http://www.nw-innovations.ru/analitika/orgformi/list3/text/tema3.html>

Степень риска (этапы развития предприятия)	Предстартовый капитал	Стартовый капитал	Финансирование развития (2,3,4 этапы)	Предприятие прибыльное, но всё ещё частное (слияния, выкуп, текущие частные сделки)
Требуемая отдача на инвестиции	60%	50%	40%	30%
Структура портфеля	10%	20%	40%	30%

наивысший риск
и самая высокая
отдача



наименьший риск
и самая
низкая отдача

Надо иметь в виду, что профессиональный инвестор обычно не меняет структуру своего портфеля, поэтому выгодный с коммерческой точки зрения проект может быть им отвергнут (по причине исчерпания лимита средств, например). В этом случае фирме следует искать другого инвестора.

Результаты исследований Европейской Ассоциации Венчурного Капитала (ЕАВК) показывают, что неформальный рынок венчурного капитала в 2-4 раза больше формального по объему средств, которые могут быть инвестированы.¹⁰² Но неформальный венчурный капитал остается по большей части нереализованным, так как неформальная и раздробленная структура рынка создает трудности для встречи покупателя и продавца (бизнес-ангела и предпринимателя, ищущего финансирование). По этой причине реальный объем сделок неформального и официального капитала соотносится как 1:1 или отличается на 10-20% в ту или другую сторону в зависимости от состояния национальной экономики.

Нами были рассмотрены основные способы организации финансирования и создания рискованной компании. Несмотря на то, что эти способы в чем-то универсальны,

¹⁰² <http://www.nw-innovations.ru/analitika/orgformi/list3/text/tema3.html>

нельзя считать, что один и тот же механизм будет одинаково эффективен в США и, например, Европе.

Индустрия венчурного капитала в США ориентирована на технологические сектора экономики и состоит из широкого спектра инвесторов, включающих пенсионные фонды, страховые компании и частных лиц. Относительно же молодая европейская венчурная индустрия ориентирована на основные сектора экономики, при доминирующей роли участия банков. Японские фирмы венчурного капитала формируются как дочерние организации финансовых институтов и инвестируют в образованные фирмы, обеспечивая их, в основном, долгосрочными кредитами.

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. Кроме этого, в континентальной Европе во время первичного размещения акций на бирже можно продать только 10-20% компании, а затем ждать еще несколько лет.¹⁰³ Это понижает конечную доходность проекта, что отталкивает многих инвесторов от операций в Европе. И в результате становится труднее продать акции компании вне биржи, поскольку нового владельца ожидает такая же процедура организации эмиссии, как и продавца в случае, если он не является стратегическим инвестором. Большинство же венчурных капиталистов (тем более в Европе, где доминирует банковский, а значит, «короткий» капитал) не имеют долгосрочных планов в отношении приобретаемых компаний, поэтому сложности с выходом капитала имеют для них решающее значение.

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 основным инструментом по-прежнему остается либо вексель, либо целевой кредит. Заявленные проекты создания бирж «роста» для высокотехнологических компаний по сути ничего не меняют. Поэтому у российских инвесторов ос-

¹⁰³ <http://www.nw-innovations.ru>

тается еще меньше путей для выхода капитала. Например, это чрезвычайно трудоемкий процесс вывода компании на американский рынок ценных бумаг, продажа фирмы целиком стороннему инвестору или малоперспективное, но в целом эффективное «снятие сливок» с работающей компании (с использованием как раз инструментов вроде векселя или кредита). Чаще всего используемый третий путь выхода оставляет компании мало шансов стать русским «Майкрософт» или «Нетскейп». Соответственно, нельзя говорить и об объемах инвестиций, которые могли бы привлечь подобные компании не только внутри страны, но и из-за рубежа. В этих условиях тем более сложно говорить о развитии фондов венчурного капитала, так как для них едва ли не единственной возможностью выхода капитала как раз и является первичное предложение на рынке акций инвестируемой компании. Даже если размещение паев или инвестиционных свидетельств среди вкладчиков фонда будет организовано успешно, то извлечение для них дохода будет связано с немалыми трудностями.*

Японские инвесторы вообще не склонны к продаже акций инвестируемых компаний, большинство инвестиционных компаний стремится оставить их в своем портфеле даже после удачного первичного размещения. При этом компании, получающие инвестиции преимущественно в виде кредитов (реже - в виде долевого участия), представляют именно высокотехнологичный сегмент экономики.

Таким образом, 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 глобальной экономике без адаптаций, то процесс организации финансирования и создания венчурной компании в каждой стране уникален.

Как свидетельствует опыт США, сочетание развитого фондового рынка и высокотехнологичных отраслей, способных «переварить» любой объем капитала дает максимальный эффект для венчурной индустрии. Это не означает, что инфраструктура вен-

* В этой связи все чаще звучат мнения о том, что импульс отрасли могло бы дать государство, инициировав создание так называемых exit-фондов, гарантирующих инвесторам выкуп акций при определенных условиях - см., например, Ованесов А. Разным инвесторам - разная политика // Эксперт, №30, 2001 г. С.36.

чурного капитала США достойна копирования, тем не менее, она может служить положительным примером для России и других стран.

Глава 3

§3.1. Особенности отечественной индустрии венчурного капитала.

В России на протяжении более семидесяти лет отсутствовало понятие «частной собственности». Это, безусловно, накладывает отпечаток не только на темпы развития экономики, но и на менталитет российских предпринимателей, что проявляется в криминализованности экономики, мошенничестве в экономической сфере, невысокой деловой этике, а также в недостатке специального образования у значительной части управленцев.

Появившийся в России венчурный бизнес (как и бизнес вообще) принял искаженные формы. С одной стороны, появились независимые наукоёмкие предприятия*, действительно влияющие на НТП, с другой стороны, сохранились исследовательские лаборатории, не оказывающие на НТП влияния, так как выделяемые государством средства (по программам целевого финансирования) «размазываются» тонким слоем по проектам, ни один из которых не реализуется до конца.

Появились также компании, назвать которые можно лишь «псевдовенчурными». Цель таких компаний была - привлечение средств инвесторов с помощью публичного (через средства массовой информации) или единичного обмана. Предлагая инвестору грамотно составленный бизнес-план и показывая активную деятельность, «псевдовенчуры» получили значительные средства в развитие своих проектов, однако, впоследствии оставили инвесторам «пустые» балансы и активы, которые невозможно реализовать. К таким «компаниям» из наиболее известных можно отнести «Телемаркет», «Росзолото»,¹⁰⁴ исключая откровенно мошеннические «Тибет», «Властелина» и прочие.¹⁰⁵ Петербургская компания «Крейт», которая привлекла более трёхсот тысяч долларов из американского фонда поддержки наукоёмкого бизнеса Caresbac, а также сотни тысяч долларов

* Например, малое предприятие «Нанотехнология, МТД», созданное в 1989 году на биологическом факультете МГУ, и реализующее сканирующие туннельные микроскопы собственной конструкции за рубеж – см. Инвестирование в инновационный бизнес. Мировая практика – венчурный капитал. Под ред. Н.М.Фонштейн, М., 1996 г. С.37.

¹⁰⁴ Гришанков Д., Шмаров А. Инвестиции//Коммерсант №34, 1994 г. С.31.

¹⁰⁵ Гришанков Д., Шмаров А. Венчурный бизнес//Коммерсант №29, 1994 г. С.34.

у частных вкладчиков, в конце 1995 года также пополнила список «псевдовенчуров».¹⁰⁶ Крах большинства таких компаний пришёлся на середину 1995 года, и с тех пор не появилось ни одного достаточно известного публичного проекта, что говорит о нежелании большинства инвесторов рисковать своими средствами в такой ситуации.

И хотя период роста и становления финансового рынка прошел в России менее болезненно, чем в некоторых странах бывшей Восточной Европы, по своим последствиям он привел к схожей ситуации.*

Можно выделить несколько причин этого:

- искаженная структура цены;
- низкая платежеспособность населения;
- недостаточная государственная поддержка любых форм бизнеса;
- высокий налоговый пресс;
- непродуктивная инвестиционная среда;
- недостаточная образованность населения и деловых кругов в вопросах инвестиций;
- высокий уровень экономической преступности;
- различное экономическое состояние регионов;
- плохо проработанная правовая база;
- долларизация экономики;
- слабая защищенность интеллектуальной собственности.

Перечисленные факторы явились также причиной того, что серьезные инвесторы предпочитают хранить свои капиталы за рубежом, используя лишь их незначительную часть для проведения операций в России.** По итогам социологического опроса, проведенного фирмой «ИнтерКвест» в январе 1996 года, не более 2% потенциальных инве-

¹⁰⁶ Коник Л. Saresbac инвестирует подпольно//Деловой Петербург, 24 ноября 1995 г., с.7

* Здесь прежде всего имеется в виду ситуация в Албании в 1997 году и недавние события в Аргентине, где жители устраивали настоящие военные действия из-за финансового кризиса – см. Чубченко Ю. Аргентинское экономическое чудовище//Коммерсантъ №233, 2001 г. С.10.

** Более 200 млрд. долларов вывезено из России в поисках безопасности, именно эти деньги могли бы вернуться в Россию, а не те 30-40 млрд., которые отложены на «черный» день – см. Галиев А., Гурова Т. Экономическая амнистия//Эксперт №16, 1999 г. С.13.

сторов было готово вложить капитал в высокотехнологическую компанию.¹⁰⁷ В реальности сейчас даже в акции компаний традиционной экономики россиянами вкладывается (в относительных цифрах) в четыре раза меньше средств, чем немцами, которые являются наиболее консервативными инвесторами.¹⁰⁸

Однако, несмотря на препятствия, в том числе периодически возникающие финансовые кризисы, рискованные инвестиции в России, следуя мировой практике, осуществляются как официальными, так и неофициальными инвесторами. Институциональные инвесторы представлены венчурными фондами и инвестиционными компаниями, «невидимая» часть инвесторов представлена частными венчурными капиталистами, а также полуправильными компаниями, общий объем операций которых в российской экономике составляет по разным оценкам от 23% до 40-50% от ВВП.¹⁰⁹

Таблица 8. Некоторые показатели деятельности венчурных фондов в Санкт-Петербурге (данные на 2000 год)¹¹⁰

Название фонда	Предпочтительная сфера инвестирования	Предпочтительная стадия инвестирования	Минимальный размер инвестиций	Максимальный размер инвестиций	Предпочтительная форма собственности
«Норум»	Связь, электронная промышленность, потребительские промышленные товары и услуги, химические препараты и материалы	Расширение производства	ЕCU276480	ЕCU2764800	Доля акционерного капитала, кредиты
«Квадрига капитал»	Нет предпочтений	Расширение производства, реструктурирование финансовых обязательств	ЕCU1000000	ЕCU10000000	Неконтрольный пакет акций
Российский технологический фонд (РТФ)	Связь, программное обеспечение, электроника, биотехнология, химикаты и материалы, загрязнение и переработка отходов	Финансирование на ранних стадиях, расширение производства	Нет	Нет	-
Фонд долевого участия в малых предприятиях	Информационные технологии, медицина, потребительские услуги, строительство, транспорт	Начальный капитал, расширение производства	ЕCU23000	ЕCU277000	Пакет акций (25-49% %)

¹⁰⁷ Гришанков Д., Шмаров А. Паевые фонды//Эксперт №4, 1996 г. С.44.

¹⁰⁸ Соколинский В. Психологические основы экономики, М., 1999 г. С.67.

¹⁰⁹ Гребенников В.Г., Ерзнкян Б.А., Львов Д.С. Институциональные аспекты формирования благоприятного инвестиционного климата, М., 1998 г. С.24.

¹¹⁰ Кисилев К. Деньги для дела//Деловой Петербург №35, 2000 г. С.20.

Как и в первые годы работы, реальные сделки для указанных фондов крайне редки: за 1999 год РТФ не профинансировал ни одного проекта, а в 2000 году фондом принято к финансированию всего несколько проектов.¹¹¹

В относительных цифрах (в среднем) только 3% от числа рассматриваемых фондами проектов признаётся перспективными для финансирования.¹¹² В Российском технологическом фонде финансируется проектов ещё меньше - около 1%. И лишь TUSRIF отбирает до 6% всех предложенных проектов.¹¹³

Причем, по словам представителя «Российского технологического фонда» все венчурные фонды вложились в более, чем 30 компаний в нашем регионе, но выхода из бизнеса (цель деятельности подобных фондов) нет ни у одного.¹¹⁴ Только «Квадрига капитал» смог успешно «выйти» из бизнеса в 2000 году, реализовав свою долю в проекте «Новая Эра»¹¹⁵, получив при этом в 2,1 раза больше вложенных средств.¹¹⁶ В качестве инструмента финансирования проекта фонд использовал как свое долевое участие, так и кредитные ресурсы.

В Москве и Петербурге можно отметить активность представителей наиболее известных венчурных фондов (один из первых съездов которых проходил в марте 1997 года в Петербурге, где состоялось учредительное собрание Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ)).¹¹⁷

В июне 1997 года РАВИ стала ассоциированным членом Европейской Ассоциации Венчурного Капитала (EVCA).¹¹⁸ В данный момент в состав РАВИ входят 13 полных и 4 ассоциированных членов, среди которых Московский индустриальный банк, Связь-банк (Москва), петербургский инвестиционно-финансовый холдинг «Ленстройматериалы».¹¹⁹

¹¹¹ Кисилев К. Деньги для дела//Деловой Петербург №35, 2000 г. С.20.

¹¹² Нестеров Ф. Новости компаний//Коммерсант Дэйли, №69, 1997г. С.12-а.

¹¹³ Борисова Е. Инвестиционные фонды//Деловой Петербург №35, 1997 г. С.10.

¹¹⁴ Малышев В. и др. Российские предприятия двинулись вслед за консультантами//Деловой Петербург №84, 1996 г. С.20.

¹¹⁵ Прямые инвестиции//РЦБ №8, 2001 г. С.34-35.

¹¹⁶ У РАВИ есть 1млрд. долларов на нужды малых фирм//Деловой Петербург №160, 2001 г. С.15.

¹¹⁷ <http://www.rvca.ru>

¹¹⁸ Справка о создании и деятельности РАВИ//Инновации №7-8, 1999 г. С.94.

¹¹⁹ Иванов И. Первая волна венчурных фондов//Коммерсант Дэйли №34, 1997 г. С.11.

Исходя из косвенных данных*, можно предположить, что совокупный объем венчурного финансирования в России не превышает 500-700 млн. долларов в год. Эти данные складываются из следующих цифр:

- 50-100 млн. долларов - объем финансирования венчурных проектами совместными с западными инвесторами венчурными фондами;
- 10-20 млн. долларов - объем финансирования венчурной индустрии российскими фондами венчурного капитала;
- 10-30 млн. долларов - реальный объем государственного финансирования инноваций в рамках различных государственных программ;
- 200-300 млн. долларов - размещение акций высокотехнологичными компаниями России внутри страны и за рубежом;
- 100-300 млн. долларов - объем финансирования индустрии «бизнес-ангелами».

Выделяя особенности отечественной индустрии венчурного капитала, нельзя не отметить ее восприимчивости мировому опыту. Это проявляется как в простом копировании западных технологий, например, в создании торговых площадок подобных NASDAQ, так и в более обдуманных действиях, например, в постепенном (пусть медленном), создании законодательной среды для индустрии. Наиболее же показательным примером «отзывчивости» является ситуация в отрасли, которая сложилась в 1997 году. Именно в 1997 году отечественная индустрия рискованного капитала испытала тот подъем, который может быть вызван и вызывается демонстрационным эффектом: рост фондового индекса (акций компаний всех эшелонов экономики) и увеличение объемов торгов**, создание РАВИ, готовность банков начать финансирование реальной экономики, стабильность национальной валюты, низкие ставки по государственным краткосрочным облигациям. Все перечисленные факторы свидетельствовали, что отрасль может (и должна была) совершить качественный скачок. Однако финансовый кризис, пришедший

* Еще одной особенностью отрасли в России является ее закрытость: нет не только данных об объемах операций неофициальных инвесторов, отсутствуют данные и об операциях венчурных фондов. Обращения автора в некоторые фонды заканчивались отписками вроде «эти данные являются коммерческой тайной» или «мы не можем разглашать эти данные, так как могут пострадать наши клиенты».

** Факт пропорционального роста фондового индекса и увеличения объемов торгов низколиквидными ценными бумагами еще раз доказывает выдвинутый нами при анализе графиков №1-3 тезис о связи между состоянием фондового рынка и активностью венчурной индустрии.

в конце 1997 года из Азии, резко снизил интерес инвесторов к рисковым проектам. Российский же кризис 1998 года просто перечеркнул надежды на качественный рост отрасли.

Многие иностранные и российские инвесторы, готовившие проекты в 1997-98 годах, не вернулись на рынок до сих пор (несмотря на то, что крупнейшие мировые рейтинговые агентства начиная с 2000 года уже несколько раз повышали рейтинги России, отражающие общее экономическое состояние страны). Очевидно, многие помнят, что накануне кризиса Россия обладала весьма высоким рейтингом В+ и это не спасло ее от выборочного дефолта по долгам и девальвации национальной валюты.¹²⁰

Однако, по нашему мнению, присвоение очередного (более высокого) рейтинга должно влиять на деятельность, по крайней мере, иностранных фондов, которые в этой связи увеличивают лимиты вложений в Россию. Кроме того, и российские инвесторы, воодушевленные плавным ростом фондового индекса и состоянием отечественной экономики, постепенно увеличивают объемы рискованных операций.*

По итогам параграфа можно подвести некоторые итоги.

В России, как и в других промышленно развитых странах, успех в глобальной экономике должен зависеть от передовых технологий и использования научно обоснованных методов, а не от цен на нефть и другие сырьевые ресурсы. Решающим фактором успеха фирм из инновационного сектора является доступ к финансированию. Часто для новообразованной или стремительно растущей фирмы, основанной на применении новых технологий, со сравнительно небольшими твердыми активами, которые могли бы служить обеспечением, венчурный капитал может являться единственно доступным источником финансирования.

Венчурный капитал может быть привлекательным для таких фирм по целому ряду причин. Фирмы или фонды венчурного капитала заключают соглашения на более

¹²⁰ Арсеньев В., Дефолт прощен//Коммерсантъ, №137, 2000 г. С.1.

* Здесь можно отметить как многократный рост отрасли информационных технологий (мобильная связь, интернет-трейдинг и т.п.), так и розничной торговли (представленной крупнейшими розничными сетями типа «Перекресток», «Рамстор» в Москве и «Пятерочка», «Максидом» в Петербурге), которая в США, например, занимает до 15% от индустрии рискованных капиталов. Кстати, если крупнейшие компании связи («Вымпелком» и МТС) уже воспользовались преимуществами, которые может дать для увеличения стоимости компании фондовый рынок, разместив на нем свои ценные бумаги, то перечисленные торговые компании находятся в состоянии ожидания.

долгий период, чем другие финансовые институты, и обычно готовы и в дальнейшем финансировать компании, чьи проекты когда-либо были профинансированы.

Наконец, владелец венчурного капитала, активно участвующий в стратегическом управлении компанией, является экспертом и ценным консультантом, при выборе других путей финансирования за такие услуги часто приходится платить. В отличие от других финансовых источников, фирмы венчурного капитала (или частные инвесторы) часто предлагают компаниям, в которые они инвестируют, свою поддержку в области стратегического управления.

Российские предприниматели имеют небольшой выбор источников капитала. Прежде всего, это малоизвестные частные компании или лица, занимающиеся профессиональным инвестированием в подобные проекты. Также это венчурные фонды, созданные, в основном, с участием нерезидентов и отделения крупных инвестиционных компаний или банков, развивающих венчурное направление как перспективное, но не основное.

К основным особенностям российской венчурной индустрии можно отнести следующие:

1. Инвесторы активно участвуют в управлении компаниями, которые они финансируют.
2. Инвестирование осуществляется скорее в виде займов, нежели в виде долевого участия.
3. Инвестиции носят краткосрочный характер.
4. Объемы венчурных операций в России незначительны, по косвенным данным не более 500-700 млн. долларов в год.
5. Для достоверного исследования доступна только информация о работе венчурных фондов, которые в большинстве своем оперируют средствами зарубежных инвесторов.
6. В России недостаточно не только денежных ресурсов для реализации инновационных проектов, но и самих проектов, при этом инновативность реализованных проектов также низка.

Вероятно, ситуацию надо принять как данную, поскольку для реализации действительно серьезных проектов необходимо получить опыт в организации и финансировании простых и незначительных по объему проектов.

§3.2. Механизмы реализации венчурных проектов и стратегии «выхода» капитала из бизнеса.

В этой части работы автор уделяет наибольшее внимание стратегиям «выхода» капитала (exit of capital). Здесь же автор оптимизирует те механизмы реализации рискованных проектов, которые используются в российской экономике, а также предлагает новые.

«Выход» капитала из бизнеса характеризует успешность проекта, так как он возможен лишь в том случае, если компания добивается положительных результатов. Для инвестора же он означает, что его вложения ликвидны, а не «заморожены» в различных стадиях НИОКР.

Кроме того, именно благодаря возможности «выхода» капитала из бизнеса инвестор получает реальный денежный доход от собственных инвестиций. По сути, «выход» капитала в широком смысле - это механизм, позволяющий инвестору возвращать вложенные средства. В более узком смысле - это возможность быстрой и выгодной продажи бизнеса, в который инвестировал венчурный инвестор.

По нашему мнению, стратегии «выхода» капитала из бизнеса и механизмы реализации инвестиционных проектов тесно связаны друг с другом, поэтому, не разделяя на части, их логично классифицировать следующим образом:

1. Образование новой компании, реализующей конкретный проект и выведение ее на открытую эмиссию. Стратегия первичного публичного предложения (IPO): продажа на фондовом рынке.

2. Образование новой компании для реализации отдельного инвестиционного проекта и при достижении заданных условий ее продажа новому собственнику. Стратегия единовременной продажи компании, но без использования механизма эмиссии.

3. Образование новой компании для реализации инвестиционного проекта без цели вывода ее на фондовый рынок. Стратегия «проживания с компанией» до завершения жизненного цикла проекта или «стрижка купонов».

4. Образование одной или нескольких компаний вокруг компании-производителя высокотехнологичной продукции. Стратегия «снятия сливок»: краткосрочная и сложная в организации «стрижка купонов».

5. Образование компании с постепенным разделением ее на отдельные бизнесы. Стратегия «дробления». В качестве механизма «выхода» из каждой раздробленной компании может использоваться любая из перечисленных выше вариантов.

Рассмотрим указанные механизмы подробнее.

Первый случай - создание новой компании для реализации инновационного проекта и ее продажа на фондовом рынке. В западной экономике - наиболее перспективная стратегия «выхода» капитала из бизнеса, так как позволяет многократно увеличить капитализацию компании и принести максимум прибыли венчурному инвестору.

Для того, чтобы данный вариант «сработал», необходима развитая инфраструктура, включающая в себя ликвидный фондовый рынок, институт инвесторов, готовых работать с рисковыми активами, систему гарантий (как государственных, так и корпоративных). Отметим, что не во всех европейских странах такая инфраструктура развита, в России же она только создается:

Российская Торговая Система создала в 2000 году для торговли акциями высокотехнологичных компаний секцию «Новый рынок».¹²¹ Московская Межбанковская Валютная Биржа реализовала аналогичный проект на базе своей площадки.¹²²

В Петербурге создан биржевой торговый сегмент СПВБ для акций новых компаний города и области, который называется «Рынок роста Санкт-Петербург». В проекте приняли участие ЗАО «КПМГ», ЗАО «Артур Андерсен», ЗАО «Гамма Капитал», ЗАО «Инвестиционная компания «Энергокапитал».¹²³

¹²¹ Преженцев П. В России будет сразу два NASDAQ//Коммерсантъ №103, 2000 г., С.4.

¹²² Известия 22 июня 2000 года.

¹²³ Бараусов В. Иностранцы ждут высокотехнологичных акций//Деловой Петербург №42, 2000 г. С.10.

Первичное размещение смогут провести компании, активы которых минимальны. Однако для этого вводятся следующие ограничения:¹²⁴

- Запрет на любое отчуждение акций владельцами крупных пакетов в течение шести месяцев после размещения;
- В ответ на пониженные требования ФКЦБ вводится институт консультантов и специалистов, которые должны обеспечить правовой и экономический порядок каждой эмиссии*.

Среди потенциальных реципиентов - фирмы, занятые аналитическим приборостроением, проектированием и производством электрооборудования, разработкой программного обеспечения, а также технологиями очистки промышленных отходов.¹²⁵

Такие действия операторов фондового рынка заслуживают одобрения, но не решают самую главную проблему. Даже если будет создан десяток торговых площадок для торговли акциями новых компаний, без самих акций рынок не получит никакой пользы.**

На самом деле, если в США для высокотехнологичных компаний есть NASDAQ, в Европе - Tech Market London Stock Exchange и Neuer Markt Deutsche Boers¹²⁶, то три площадки внутри России, где число компаний, претендующих на приставку хай-тек, на несколько порядков меньше - это слишком оптимистично. Нам кажется, что после того, как три площадки «обкатают» новую технологию торговли, они должны будут либо объединиться, либо закрыться. И только та торговая площадка, которая получит наибольшее признание инвесторов, через несколько лет, вероятно, сможет повторить успех NASDAQ.

Пока же из-за несоответствия российской инфраструктуры потребностям хай-тек компаний, наиболее агрессивным из них приходится выходить на открытый международный фондовый рынок. Например, известная в области мобильной связи и коммуни-

¹²⁴ Преженцев П. В России будет сразу два NASDAQ//Коммерсантъ №103, 2000 г. С.4.

* Например, институт специалистов должен обеспечивать ликвидность акций эмитента – см. Квач И., Вагин В. Рынок роста Санкт-Петербург – стартовая площадка для инновационных компаний// Рынок ценных бумаг №22, 2000 г. С.109.

¹²⁵ Кром Е. NASDAQ петербургского разлива//Эксперт Северо-Запад №2, 2001 г. С.4.

** В начале 90-х в стране были созданы сотни бирж, однако даже до 5-ти летнего возраста не «дожило» и 5%.

¹²⁶ Тягай С. В России будет свой NASDAQ//Коммерсантъ №72, 2000 г. С.7.

каций компания «Вымпелком» разместила свои депозитарные расписки (аналог акций для внешнего рынка) на крупнейшей в мире Нью-йоркской фондовой бирже.¹²⁷

Однако для большинства компаний недоступен не только западный рынок капитала, но и внутренний. При этом, если западному рынку отечественные компании не могут соответствовать прежде всего из-за своих размеров, то внутренний остается труднодоступным для них по другим причинам. Прежде всего, из-за отсутствия института андеррайтерства (гарантирующего компании размещение ее долевых бумаг), широко распространенного за рубежом и налоговой политики государства, не поощряющей компании к проведению открытых эмиссий*, а также, из-за низкого финансового спроса на рискованные активы.

Существующая «модификация» метода IPO, такая как DPO (direct public offering) или «прямое публичное размещение»¹²⁸, используемая для прямого размещения акций среди заранее известного круга клиентов, позволяет упростить некоторые вопросы, связанные с размещением бумаг на бирже, однако не решает главного – наличия необходимого клиента. К тому же и за рубежом объемы «прямого публичного размещения» ценных бумаг значительно ниже «первоначального», проводимого с помощью биржи.

Поэтому, несмотря на преимущества стратегии «выхода» капитала через размещение акций на фондовом рынке, более реальными в России являются 2-ой или даже 3-й варианты, с их помощью можно избежать серьезных трудностей при организации проспекта эмиссии и продаже акций новой компании инвесторам, близко не знакомым с ее деятельностью. Тем более, что после ряда кризисов отечественные инвесторы стали значительно осторожнее относиться к вложениям в акции новых компаний. Например, если в США на рынок IPO (первоначальное публичное предложение акций) приходится до 80% всех инвестиций рискованного капитала, то в России не более 2%.¹²⁹

Именно поэтому скорее на 2-й или 3-й вариант следует ориентироваться инвесторам, так как являясь более простыми в плане организации, они еще и позволяют в тече-

¹²⁷ Рушайло П. Самые крупные инвестиционные сделки года//Коммерсантъ №226, 2000 г. С.8.

* В настоящий момент стоимость регистрации эмиссии составляет 0,8% (!) от ее объема, также сама процедура регистрации часто вызывает большие сложности даже для крупных компаний.

¹²⁸ Соломатин Е. Механика IPO// РЦБ №5, 2001 г. С.26.

¹²⁹ Соломатин Е. Механика IPO. Движущие силы и участники// РЦБ №7, 2001 г. С.40.

ние всего срока реализации проекта надежно контролировать деятельность компании, хотя и менее перспективны в плане максимизации доходов инвестора.

Рассмотрим подробнее 2-ой вариант. Внебиржевая единовременная продажа компании новому собственнику наиболее распространена в Европе, так как фондовый рынок там обладает гораздо меньшей ликвидностью, чем в Америке. Кроме того, часто размер компании является причиной того, что ее подготовка к эмиссии экономически невыгодна. То есть, издержки на подготовку эмиссии (заключение договора с андеррайтером, информационная поддержка проекта и прочее) превышают потенциальные доходы от размещения акций на фондовом рынке.

В этом случае единовременная внебиржевая продажа акций компании новому собственнику имеет определенные преимущества:

Во-первых, инвестор, продающий компанию, все-таки получает дополнительный доход в виде разницы между реальной (настоящей) ценой предприятия и суммой дисконтированных денежных потоков, которые могли бы быть им получены в случае «проживания с компанией».

Во-вторых, так как покупатель заинтересован в такой сделке, (например, потому, что ставка, по которой он готов дисконтировать будущие денежные потоки, ниже, чем для продавца, имеющего более широкие возможности для высокорентабельных вложений), то продавец имеет реальную возможность для «выхода» капитала из бизнеса.

Однако, на практике ситуация не так проста, как кажется. Кроме экономических, существуют юридические и иные препятствия, серьезно ограничивающие «торговлю» компаниями. Достаточно заметить, что процесс продажи не очень крупной компании может составлять шесть-двенадцать месяцев и более.

Кроме того, при единовременной внебиржевой продаже акций инвесторы часто применяют различные способы повышения стоимости компании. Например, организуя «утечку» информации о мнимых успехах компании, используя свое информационное превосходство.* Все это отпугивает потенциальных покупателей, снижая количество сделок, которые могли бы состояться.

* Подробнее, см., например, Валдайцев С.В. Стратегии инвесторов в предприятия и агентская проблема, СПб., 1994 г.

К данной стратегии «выхода» капитала отечественные инвесторы проявляют определенный интерес, однако, из-за особенностей форм капитала, преимущественно используемых при венчурном финансировании, ее доля в общем объеме сделок едва превышает долю сделок по стратегии публичного предложения компании.

Рассмотрим 3-й вариант. Так называемое «проживание с компанией» широко распространено на Западе, особенно в тех случаях, когда масштабы венчурного проекта делают экономически невыгодным проведение эмиссии или подготовку компании к оптовой продаже.

Инвесторы, готовые «проживать» с компанией с момента ее организации до момента ликвидации (или продажи), получили особое название «бизнес-ангелов». На Западе это состоятельные инвесторы с высокой самомотивацией, в большинстве своем успешные предприниматели, хотя многие из них имеют специальное образование в связанных с бизнесом областях. Инвестиции «бизнес-ангелов» носят обычно индивидуальный характер, но могут быть и объединены с инвестициями коллег по бизнесу. И хотя «бизнес-ангелы» заинтересованы в безусловном приросте капитала, в том числе и в форме продажи компании, для них важны и такие второстепенные факторы, как удовольствие от инвестирования или альтруизм. А нереализованная идея единовременной продажи компании может служить мотивом к созданию новой, которая все-таки будет продана на фондовом рынке с максимальной для инвестора доходностью. Считается, что «бизнес-ангелы» играют роль «фермы» для институциональных инвесторов, финансируя стартовые этапы становления компании, когда объемы вложений еще невелики. Однако с нашей точки зрения это справедливо лишь в том случае, если у проекта оказался действительно серьезный масштаб и в одиночку «бизнес-ангел» не в состоянии подготовить компанию к оптовой продаже. В остальных же случаях «бизнес-ангел» так и остается «проживать» с компанией до момента ее ликвидации или продажи (которая более вероятна в форме выкупа компании наемными менеджерами).

В России данный вариант пользуется особенной популярностью по целому ряду причин.

Во-первых, он позволяет настоящему инвестору оставаться «в тени», что немало важно, учитывая социально-экономическую ситуацию в стране. По сути, это единствен-

ный вариант, когда инвестор может реализовать довольно крупный проект, и при этом не «открыться» общественности. Поскольку даже в случае безэмиссионной (тихой) продажи компании сохранить имя инвестора в тайне чаще всего не удается.

Во-вторых, так как узкий финансовый рынок предъявляет незначительный спрос на готовые компании, инвестор испытывает значительные неудобства, если хочет продать компанию. Кроме того, что «стрижка купонов» менее рискованна, чем продажа, она же способна иногда принести больше гарантированной прибыли.

Наконец, из-за малого количества проектов в отрасли, которые могли бы принести инвестору прибыль, ему выгоднее остаться в компании, чем искать после ее продажи новый объект для инвестиций.

Рассмотрим четвертый случай: окружение действующего предприятия-изготовителя продукции или услуг рядом компаний, родственных одному или нескольким инвесторам.

Этот вариант может найти самое широкое распространение в российском бизнесе. Какую цель преследует инвестор в данном случае?

Во-первых, он контролирует свои финансы. Не имея должного представления о процессе производства продукции, он, тем не менее, может принять команду сторонних менеджеров, жестко ограничивая впоследствии ее самостоятельность заключением долгосрочного контракта на поставку необходимого сырья и полуфабрикатов и на сбыт готовой продукции в адрес подконтрольных инвестору компаний.

Во-вторых, инвестор минимизирует свои налоговые платежи. Используя ряд компаний, зарегистрированных за рубежом, в свободной экономической зоне, и т.п. (вплоть до использования компании-однодневки), инвестор старается направить весь финансовый поток, соответственно, прибыль в адрес этих компаний. Таким образом, реальный производитель отсекается от участия в доходах инвестора.

В-третьих, используя механизм «окружения», инвестор вводит в заблуждение конкурентов и контролирующие органы. В условиях отечественной экономики показать в балансе сверхприбыль просто небезопасно, кроме того, этим обязательно будет вызвано повышенное внимание государственных служб.

В качестве примера рассмотрим реализованный в Санкт-Петербурге в 1998-1999 году проект выпуска комплектов анестезиолога на заводе ЗАО «Электромедоборудование».

В 1997 году Министерство здравоохранения России объявило тендер на разработку и поставку комплектов анестезиолога (аппарат искусственной вентиляции легких и аппарат ингаляционного наркоза) в российские медицинские учреждения. Согласно условиям тендера оплатить продукцию обязался Мировой Банк (World Bank). Таким образом, победитель конкурса мог рассчитывать на гарантированный сбыт своей продукции.

В тендере приняли участие такие компании, как Siemens, Toyota, Krups и другие, в том числе отечественные производители. По итогам конкурса победителем было признано ЗАО «Электромедоборудование» (г. Санкт-Петербург), предложившее наиболее оптимальное сочетание цены и качества продукции.

Однако при подписании контракта на поставку оборудования выяснилось, что ЗАО «ЭМО» не располагает необходимыми средствами для организации производства данной продукции.

Финансирование проекта взяла на себя венчурная группа ООО «Ажио» (один из крупнейших операторов срочного и вексельного рынка Петербурга). Отличительной особенностью данного проекта для группы оказалась необходимость построения такой экономической цепочки, которая бы учитывала, что для ЗАО «ЭМО» производство комплектов анестезиолога - не единственный вид деятельности и руководство будет предпринимать попытки покрытия своих предыдущих долгов за счет средств инвестора.

При участии автора данной работы инвестором до начала финансирования проекта были определены задачи и разработаны способы и шаги их реализации.

Задачи:

1. Осуществить все платежи в рамках контракта таким образом, чтобы до момента окончательных расчетов со стороны Мирового Банка средства не оказались на расчетном счету ЗАО «ЭМО».
2. Снизить завышенную руководством завода себестоимость аппаратов.

3. Максимизировать свою прибыль, учитывая, что она не может быть выражена ни в процентах по кредиту, ни в долевом участии, которое может быть реализовано.

Способы и шаги реализации:

1. Создается рабочая группа, которая в соответствии с технической спецификацией проекта организует закупки комплектующих и поставляет их на завод. Это позволяет исключить финансовые злоупотребления руководства завода и организовать поставки исключительно в рамках программы производства медицинских аппаратов.

2. Группа создает юридическое лицо, зарегистрированное в свободной экономической зоне России или за рубежом, которое выступает одновременно покупателем и поставщиком комплектующих. Этот шаг позволяет минимизировать налоговые платежи, которые возникают при исполнении 3-го шага.

3. Группа, в соответствии с требованиями инвестора закладывает необходимый коэффициент отдачи на инвестиции в цену отгрузки комплектующих для завода. На сумму отгрузки заводом выписывается вексель, который погашается сразу же по поступлению денежных средств от Мирового Банка на расчетный счет предприятия.

Применение такой схемы оказалось выгодным для всех участников: инвестор получил необходимую отдачу на инвестиции; завод выполнил контракт, не нарушив ни сроки, ни цены поставок. В контексте упрощенной схемы финансирования (предлагаемой американской венчурной корпорацией «VentureOne») новой компании венчурным капиталом можно констатировать, что ООО «Ажио» участвовало во «Втором этапе» - финансирование оборотного капитала, необходимого для расширения продаж на прежних производственных мощностях. Причем объем инвестиций составил порядка \$ 500 тысяч, срок - 1 год, доходность - более 40 % годовых, что соответствует правилам рискованного предпринимательства.

Однако на стадии инициации проекта, когда неизвестен возможный вариант «выхода из бизнеса», следующий механизм может оказаться наиболее оптимальным.

Создание обособленного юридического лица требует не только материальных затрат, но и определенных психологических издержек инвестора и реципиента. Поэтому очень часто значительно полезнее до момента создания совместной компании определить серьезность намерений участников венчурного проекта. Для этой цели возможно

создание неформального общества ученых-предпринимателей, объединившихся ради выполнения конкретного инновационного проекта.

В том или ином виде подобные общества активны во всех технических высших учебных заведениях Санкт-Петербурга. Наиболее известны предпринимательские «ячейки» ученых в Физико-Техническом Институте им.Иоффе РАН, а также на физическом факультете СПбГУ. Анализ деятельности таких групп позволяет формализовать механизм работы ученых над проектом следующим образом:

1. В рамках бюджетного или иного стороннего финансирования группа разработчиков создает прибор или устройство, использующее новый физический принцип.

2. За счет собственных средств или с использованием долговых расписок разработчики готовят комплект рабочей документации, позволяющей изготовить опытный образец.

3. Используя привлеченные на стороне средства (оформленные в виде личных расписок) конструкторы пробуют создать образец устройства.

4. В случае успеха принимается решение о создании совместной компании (с венчурным инвестором) или, при невозможности коммерческой реализации проекта - продажа лицензии на изготовление устройства крупной компании.

Такой способ организации компании привлекателен тем, что дает возможность инвестору заранее ознакомиться с серьезностью намерений ученых-разработчиков (и наоборот). При уже подтвержденной совместной заинтересованности вновь учрежденная компания будет обладать гораздо большей эффективностью, чем созданная на этапе первичных научных исследований. Когда неизвестна будущая себестоимость, техническая возможность, срок работ, потенциальные клиенты и прочее. Часто, после совместной работы с учеными инвестор готов финансировать даже первичные научные исследования, если заинтересован в определенном результате. Тогда деятельность ученых существенно облегчается, так как для них отпадает необходимость в привлечении средств для выполнения различных стадий работ. Однако в этом случае данный механизм реализации венчура трансформируется в один из рассмотренных ранее, и группе ученых придется выбирать вариант сотрудничества, учитывающий интересы обеих сторон.

Конечно, и в этом случае инвестор не застрахован от потери средств. Но, когда он видит, что вторая сторона также вкладывает свое время, оборудование и другие возможности в проект, он больше заинтересован в совместной деятельности, чем в том случае, когда его просят просто проинвестировать какой-либо проект без обсуждения встречных требований и пожеланий.

К предложенным схемам следует сделать несколько замечаний:^{*}

1. Очень часто реципиент игнорирует такой инструмент планирования, как маркетинговые исследования. Делается предположение, что если новые продукты или услуги дешевле, чем имеющиеся на рынке, то их реализация не составит труда. Однако на самом деле это не так, и расходы по проекту могут значительно возрасти именно из-за того, что необходимо будет финансировать продвижение товара на рынок.

2. Часто реципиент неверно оценивает спрос, особенно, когда создаются новейшие технологии. Примером может служить неудача с проектом спутниковой связи IRIDIUM компании Motorola¹³⁰ или коммерческая неудача основателя компании APPLE С. Джобса с компьютером NEXT.¹³¹ В данном случае потери могут быть особенно велики, так как, если в случае ошибки в маркетинговых расчетах увеличивается срок окупаемости инвестиций, при переоценке спроса инвестор может потерпеть банкротство.

3. Для отечественных реципиентов характерно также неумение правильно рассчитать и представить экономику проекта. При тщательной экспертизе подобных бизнес-планов очень часто обнаруживается, что проект имеет отрицательную или низкую доходность, сопоставимую с надежными финансовыми инструментами.

Перечисленные выше замечания следует учитывать реципиентам, когда предполагается совместное с венчурным инвестором участие в проекте.

Таким образом, мы предложили наиболее оптимальные в данный момент варианты реализации рискованных проектов в российской экономике и стратегии «выхода» капитала. Некоторые из них уже в том или ином виде используются на практике, некоторые только проходят опробование.

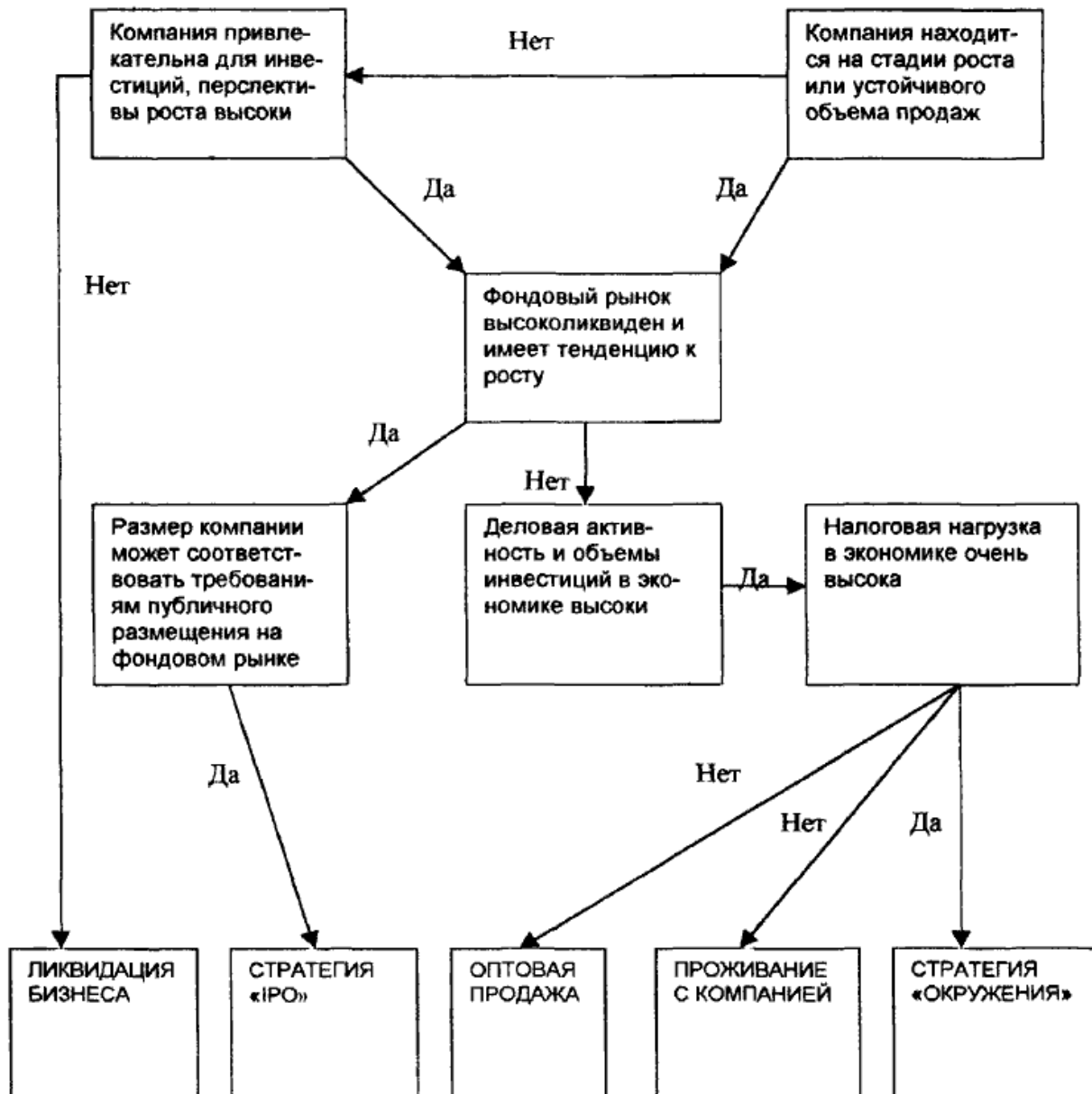
^{*} Подробнее о коммерческих рисках, возникающих при реализации инновационного проекта см. Валдайцев С.В. Риски в экономике и методы их страхования, СПб., 1992 г.

¹³⁰ Чеберков И. Iridium приглянулся нью-йоркскому банку//Коммерсантъ, № 103, 2000 г. С.4.

¹³¹ Котлер Ф. Маркетинг менеджмент, СПб., 1999 г. С.49.

Логика выбора и применения той или иной стратегии «выхода» капитала представлена на рисунке 3.

Рисунок 3. Стратегии «выхода» капитала инвесторов из бизнеса



На рисунке схематично представлен механизм выбора рассмотренных ранее стратегий «выхода» капитала в зависимости от внешних и внутренних экономических условий существования компании.

Еще одним перспективным вариантом организации венчура (в ближайшие 2-3 года) можно считать создание фондов рискового капитала (ФРК). Механизм работы фонда привлечет незадействованные капиталы частных и институциональных инвесторов, а также создаст целую нишу компаний, профессионально занимающихся венчурным инвестированием.

В мировой практике взаимные фонды подразделяются на два типа: «открытые», в которых стоимость пая можно получить в любой момент (к «открытым» относят и «интервальные» фонды, вступление и выход из которых приурочено к определенному временному промежутку, например, последняя неделя месяца или квартала), и «закрытые», такие фонды создаются на строго определенный срок, например, десять лет.¹³²

В данной терминологии, с нашей точки зрения, создаваемый фонд рискового капитала должен быть «открытым» и интервального типа. Однако российское законодательство, в частности, Закон РФ «Об инвестиционных фондах» по иному определяют сущность акционерных и паевых инвестиционных фондов (АИФ и ПИФ).¹³³

Поэтому правовую основу фонда можно позаимствовать из документов, регламентирующих деятельность паевых инвестиционных фондов (ПИФ).

Законодательство России (впрочем, как и во многих европейских странах) не позволяет избежать двойного налогообложения деятельности фонда, если он создается в форме юридического лица, это следует учитывать при выборе организационно-правовой формы.

Отметим наиболее существенные положения, которые имеют особенное значение при создании фонда рискового капитала:

Основные положения:

1. Организационно-правовая форма фонда - открытый венчурный фонд на паях, не юридическое лицо.

¹³² Паевые фонды США и Европы // Экономика и жизнь. Санкт-Петербургский региональный выпуск, №52, 1995 г. С.10.

¹³³ www.rvca.ru

2. Управляющий фондом - Компания по управлению фондами рискованного капитала. Организационно-правовая форма: закрытое акционерное общество. В соответствии с Уставом Компания управляет активами фонда, размещает и выкупает инвестиционные паи.

3. Срок создания Фонда - неограниченный.

Инвестиционная декларация:

1. Целью инвестирования имущества, составляющего Фонд, является постоянно реинвестируемый прирост денежных средств инвесторов, не облагаемый подоходным налогом.

2. Объекты инвестирования. Требования к структуре активов Фонда - доли в начинающих компаниях, пакеты акций начинающих и стабильных компаний, денежные средства и другие инвестиционные активы, не запрещенные Уставом Фонда.

Вознаграждение и расходы:

1. Размер вознаграждения Управляющей компании - 1-2% средней стоимости чистых активов Фонда в течение финансового года. Размер этой ставки может колебаться в зависимости от объема фонда.

2. В случае появления прибыли от инвестиций Фонда Управляющая компания получает вознаграждение в размере не более 15% от суммы прироста капитала (имущества) Фонда. Здесь логично также применить прогрессивную ставку в зависимости от финансовых результатов. Таким образом можно стимулировать Управляющего к наиболее эффективной работе.

Рассмотрим подробнее объекты инвестирования фонда. В соответствии с инвестиционной декларацией данные объекты формируют активы фонда в заданной пропорции. Например, валютные или денежные активы необходимы лишь для поддержания платежеспособности фонда, значит, они могут составлять не более 15% портфеля. Государственные ценные бумаги обеспечивают ликвидность и минимальную доходность, можно допустить, что они составят не более 10%. Акции первого и второго эшелонов могут занять по 30-40%. Остальные 15-35% как раз и составят наиболее рискованные акции высокотехнологичных компаний, доли или иное участие фонда в этих компаниях. Причем, законодательством не запрещено Управляющему управлять активами нескольких

фондов, то есть в зависимости от степени риска и доходности, который готов принять инвестор, Управляющий может сформировать несколько фондов различных инвестиционных стратегий и размещать паи каждого из них.

Стоит оговориться, что в соответствии с требованиями Федеральной Комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ) паевые фонды имеют ограниченную возможность в формировании портфелей теми инструментами, которые могут действительно привлекать инвесторов. Сейчас эти ограничения можно частично «обойти», используя нестандартные финансовые инструменты или сложные финансовые цепочки. При создании же значительного количества фондов рискованного капитала лобби РАВИ в Думе наверняка решит и эту проблему. Хотя в этом случае возникнет вопрос дополнительной защиты средств инвестора фонда, ведь нельзя заранее исключить злоупотреблений со стороны Управляющего в выборе им некотируемых и неликвидных объектов инвестиций.

Несмотря на отсутствие очевидных выгод от создания фонда в ближайшем будущем, серьезные конкурентные преимущества могут появиться через несколько лет. В ближайшем будущем обязательно будет создана целостная правовая система, и тогда на этот рынок выйдут новые участники.

Может показаться странным, что автор предлагает такой инструмент участия в фонде как пай, однако этому имеется объяснение. Акционерная структура фонда, конечно, была бы более простой. Кроме того, акционерному обществу значительно проще принимать и исполнять решения о включении в портфель тех или иных активов. Вместе с тем, нельзя забывать о том, что пока только паевые фонды не обманули ожидания инвесторов, в отличие от большинства «чековых» и других «инвестиционных» фондов начала и середины 90-х годов. «Репутация» акций как инструмента передела собственности также не привлечет дополнительных инвесторов в фонд. Периоды же выкупа и продажи паев гарантируют инвесторам, что их пай будут обладать определенной ликвидностью, что разница между ценой продажи и ценой покупки не «съест» возможную прибыль.

Инвесторами фонда рискованного капитала могут быть компании или физические лица, которые заинтересованы в долгосрочном росте своих активов. Прежде всего, это пенсионные фонды и страховые компании, использующие схемы накопительного страхования (дожития до определенного возраста и т.п.). Среди физических лиц - это скорее

представители так называемого «среднего класса», для которых данный вид инвестиций - не способ заработка дополнительных средств, а способ распределения риска своих сбережений. Кроме того, для всех инвесторов установлен в соответствии с их стратегиями большой инвестиционный горизонт (не менее 5 лет), что дает фонду значительную свободу действий в выборе объектов для инвестирования.

Вовлечь большее количество участников могло бы искусственное применение «демонстрационного» эффекта. Например, инвестирование средств в небольшие проекты с высоким уровнем отдачи. Объявленная доходность инвестиций вызвала бы приток вкладчиков, чьи средства уже пошли бы в менее доходные, но емкие проекты. Консервативных инвесторов могло бы привлечь участие государства в фонде. Причем, не только в качестве одного из пайщиков, но и в качестве своего представителя в совете директоров Управляющей Компании.

На практике это могло бы выглядеть следующим образом:

1. При участии государства создается специальная комиссия, которая устраивает «закрытый» конкурс на лучший инвестиционный проект. Отсутствие «гласности» при выборе проекта объясняется целью создания фонда.

2. После утверждения лучшего инвестиционного проекта (или проектов) создается паевой венчурный фонд (или фонды) соответствующего размера.

3. Управляющая команда, сформированная из высококлассных менеджеров, обеспечивает успешную реализацию данного проекта.

4. В это же время служба по связям с общественностью обеспечивает PR-поддержку деятельности фонда.

5. При успешном завершении проекта служба по связям с общественностью проводит массированную кампанию по популяризации рискованных инвестиций среди потенциальных инвесторов, используя реальные данные о доходности, сроке инвестиций и т. п.

При этом, качественное изменение предпочтений инвесторов может быть получено в случае успешной реализации нескольких таких проектов.

Автору представляется, что возможные расходы на «запуск» искусственного «демонстрационного» механизма кроме того, что все равно окупятся, так еще дадут и значительный мультипликативный эффект.*

Рассмотрим разработанную автором модель, позволяющую венчурному инвестору (в нашем случае, фонду рисковому капиталу) контролировать доходность и состояние своих инвестиций.

Классическая теория выбора портфеля позволяет определить, как отдельные инвесторы распоряжаются своими средствами, какое соотношение акций разных видов, других активов они хотели бы иметь в своем портфеле. Основы теории выбора портфеля были разработаны американским экономистом Г.Марковицем и развиты впоследствии американскими же экономистами У.Шарпом, который положил начало исследованиям рыночного портфеля, Дж.Тобином и другими.

Современная теория выбора портфеля включает в себя методы обоснования оптимального портфеля инвестора, содержащего рисковые и безрисковые активы. Она представляет собой одну из основных концепций планирования инвестиционной деятельности в условиях риска и играет важную роль в разработке теории рынка капитала.

Задача, которую решает инвестор при составлении портфеля, в общем виде сводится к оптимизации риска, доходности и ликвидности портфеля.

Нам интересны только следующие положения классической теории:

1. Все инвестиционные решения принимаются только на один период.
2. Рассматриваются только рисковые бумаги.
3. Налоги и издержки транзакций не учитываются.

Заметим, что в случае, когда инвестиционные решения принимаются только на один период, рассчитать предполагаемую доходность (или фактическую) не представляет большого труда. В случае же, когда инвестор «ведет» не один проект, а множество, например, венчурный фонд, активы которого включаются и выбывают из портфеля в разные периоды времени, классическая теория выбора портфеля не дает однозначного

* Здесь представляется уместным напомнить, что первый выпуск тогда еще муниципальных краткосрочных облигаций (МКО), состоявшийся более 5-и лет назад в Петербурге, многим казался «рисковой» затеей, однако сейчас рынок городских ценных бумаг считается наиболее устойчивым, ликвидным, надежным и предсказуемым. Объем операций с МКО увеличился более, чем в 100 раз, а это уже определенная аналогия с NASDAQ.

ответа. Кроме того, для оптимизации портфеля по Г.Марковицу необходимо учитывать ретроспективу котировок ценных бумаг, что в случае с акциями рискованных компаний осуществить невозможно.

Поэтому для оперативного контроля состояния портфеля венчурного инвестора как незамкнутой инвестиционной системы предлагается следующая упрощенная модель (действующая модель выполнена в электронных таблицах Excel):

$$Yg = \sum Yj \times Vj$$

$$Yj = \frac{Pt - Po}{Po} \times Q,$$

$$Q = \frac{365}{Tj},$$

$$Vj = \frac{Pjo \times Kj}{\sum Pjo \times Kj},$$

где

Yg - общая доходность портфеля,

Yj - доходность актива j ,

Vj - доля актива j в портфеле,

Pjt - цена актива j в момент времени t ,

Pjo - цена актива j в момент покупки,

Q - коэффициент перевода доходностей (за день, месяц и т.п.) в годовую доходность,

Tj - время нахождения актива j в портфеле,

Kj - количество единиц актива j .

Данная модель была разработана автором по заказу ЗАО «Сбербанк-Капитал» в 1997 году для расчета общей доходности портфеля ценных бумаг компании. В основу были положены промежуточные итерации классической теории задачи оптимизации портфеля.

Модель позволяет инвестору решать следующие задачи:*

1. Контролировать доходность портфеля.
2. Получать значение доходности портфеля в любой момент времени.
3. Вести учет стоимости своего портфеля.
4. В любой момент времени получать значение абсолютной прибыли или убытков.
5. Дисконтировать полученную прибыль или убытки в соответствии с заданным коэффициентом дисконтирования.

Условия работы с моделью следующие:

1. Модель настроена на использование одного вида валюты.
2. Если часть инвестиций вышла, произведенная ею индивидуальная доходность некоторое время влияет на последующую суммарную доходность всего портфеля, но только до тех пор, пока новые операции не сведут это влияние к минимуму.
3. Считается, что венчурные инвестиции - инвестиции не спекулятивные, поэтому модель не обрабатывает операции купли-продажи актива в один и тот же день.

В основу модели положено стандартное правило расчета доходности как отношение прироста (дельты) к базе, от которой он был совершен. В данном случае доходность портфеля определяется как средневзвешенная сумма доходностей ценных бумаг каждого вида, входящих в состав портфеля, а в качестве весовых коэффициентов выступают показатели структуры данного портфеля (иначе говоря, доли ценных бумаг).

С помощью модели инвестор может проводить корреляционный анализ, выявляя наиболее «узкие» места портфеля. Например, при помощи несложных подстановок можно выделить наиболее критический актив, который номинально «теряется» среди других, но реально может занимать более трети всего портфеля, соответственно, значительно влиять на общие результаты инвестиций.

Некоторое время (1997 - 1999 годы) данная модель применялась автором наряду с другими инструментами финансового анализа в действовавшей в тот период времени финансовой компании ООО «Стриж». Однако, в связи с резким сокращением средств клиентов (с более чем \$400 000 до \$40 000), находящихся в управлении, ее использова-

* Иллюстрацию пунктов 1-5 см. в Приложениях.

ние было прекращено, так как управленческие расходы на фоне резкого сокращения активов возросли, и компания была ликвидирована.

Опыт работы с моделью свидетельствует, что наилучшее применение модель может найти именно в венчурном фонде, который активно работает на рынке рискованного капитала.

Например, в Приложении 1 показан общий механизм действия модели. В Приложении 2 показана связь изменения доходности с текущей датой. В Приложении 3 изменена ставка дисконтирования, соответственно, при прочих равных показан другой результат инвестирования. Приложение 4 показывает связь изменения доходности с оценочной стоимостью активов. В Приложении 5 показана связь изменения параметров портфеля с количеством приобретенных активов.

В экономической математике существует множество вариантов расчета общей доходности портфеля. Однако предложенный автором механизм использования данной формулы открывает новые возможности его применения в экономике. Существенным недостатком механизма является то, что он не позволяет прогнозировать доходность портфеля.

Для этой цели автором разработан оригинальный механизм, в основе которого лежат классические теории прогнозирования и новый подход к факторам анализа.

В соответствии с новым подходом изменяются основные параметры, в соответствии с которыми формируются портфели и производится оценка рискованных активов. В частности, предпринимается попытка заменить проектный подход к формированию портфеля (когда портфель венчурного инвестора включает в себя инвестиции в различные стадии проектов) портфельным подходом и включать в рискованный портфель инвестиции только в акции компаний, бизнес которых различается по степени риска.

Также как и в теории оптимизации портфеля ценных бумаг, в разрабатываемой теории принимается правило, в соответствии с которым общий риск портфеля не может превышать отдельного риска каждой включенной в портфель ценной бумаги. Поэтому конечные прогнозируемые состояния рассчитываются только для всего портфеля, а не

отдельных его элементов. Соответственно, известное правило венчурного инвестирования «2:6:2» также применимо только ко всему портфелю.*

Разрабатываемые положения опираются на данные зарубежного и отечественного опыта, учитываются современные тенденции развития отрасли (информационные и электронные технологии: связь, торговля, коммерция).

Например, в соответствии с новым подходом, этапы рискованного финансирования примут следующий вид (Таблица 9):

Таблица 9. Новый подход к этапам венчурного финансирования

Этап/Ниша	Прежний подход	Новый подход
«Начало»	Небольшие инвестиции в образующую компанию, цель которых – доказать заявленную концепцию	Вложения в акции компаний, перспективы которых туманны
«Первый этап»/ «Первая ниша»	Финансирование «недостаточности» собственного капитала фирмы, необходимого для организации коммерческого производства и начала продаж продукта	Вложения в акции компаний, перспективы которых в стратегическом плане реализуются не ранее, чем через 10-15 лет
«Второй этап»/ «Вторая ниша»	Финансирование оборотного капитала, необходимого для выполнения увеличившегося количества заказов	Вложения в акции компаний, перспективы которых в соответствии с планами развития НТР реализуются в ближайшие 5-10 лет
«Третий этап»/ «Третья ниша»	Финансирование капитальных вложений, необходимых для строительства новых производственных мощностей	Вложения в акции компаний, перспективы которых согласно маркетинговым исследованиям реализуются в течение 1-5 лет
«Последняя стадия»/ «Последняя ниша»	Заключительная стадия финансирования, может быть вызвана необходимостью смены собственника, вывода компании на фондовый рынок или ликвидации бизнеса.	Вложения в акции компаний, которые уже доказали свою способность приносить прибыль инвесторам, однако деятельность которых все равно значительно более рискованна, чем компаний «традиционной» экономики

* В соответствии с правилом «2:6:2» портфель, состоящий из 10 сделок, имеет следующее распределение: 2-е сделки неудачны, 6-е имеют рыночную доходность, 2-е приносят доходность,

При таком подходе к этапам (или нишам) финансирования структура портфеля венчурного инвестора примет следующий вид (табл. 10).

Таблица 10. Венчурный капитал: структура портфеля
(анализ риска, отдачи и инвестиций)

Инвестиционные ниши	«Начало»	«Первая ниша»	«Вторая ниша»	«Третья ниша»	«Последняя ниша»
Требуемая отдача на инвестиции	60%	50%	40%	30%	20%
Примерная структура портфеля	10%	20%	20%	30%	20%

Новый подход к структуре портфеля и инвестиционным нишам требует разработки четких критериев отнесения ценных бумаг к определенным инвестиционным нишам. Например, для отнесения акций компании к соответствующей нише можно воспользоваться многофакторным анализом, в котором учесть следующее:

1. Стратегические планы развития НТП и НТР (на 15 и более лет), в которых учитывается темп расхода невозобновляемых ресурсов и скорость поиска и разработки ресурсов-заменителей, возможность создания искусственного интеллекта и т.п.
2. Краткосрочные прогнозы развития науки и техники на 5 - 10 лет. Здесь учитывается скорость создания новых поколений робототехники, новых пищевых продуктов и т.п.
3. План развития НТР и НТП на 1 - 5 лет. Здесь учитывается возможность модификации или оптимизации существующей технологии, которая может привести к повышению эффективности использования на 30-50%.
4. Современное состояние исследований и разработок. Здесь учитывается научно-технический задел компании для работы с перспективными технологиями.

Принимая инвестиционное решение, необходимо иметь в виду следующее:

значительно превышающую рыночную – см. Килгрэн А. Венчурные фонды: финансирование фирмы на начальных этапах//Инновации №4-5, 1999 г. С.28.

1. В отношении акций компаний новых технологий практически невозможно применять средства финансового технического анализа, так как необходимая для этого ретроспектива котировок отсутствует.

2. Средства фундаментального анализа также не подходят для оценки перспектив будущего состояния ценных бумаг, так как фундаментальный анализ основывается на оценке внутренних материальных ресурсов компании, а новая компания ими может не обладать.

3. Наиболее правильным способом прогнозирования, на основе которого можно строить инвестиционные планы, является, по нашему мнению, технический анализ проектов компании. Только оценка конкретных проектов компании в соответствии с установленными инвестором временными горизонтами (привязанными к этапам НТП) способна дать более или менее достоверные результаты.

4. Вторым основным способом прогнозирования может являться интуитивный или экспертный. Для компаний из «третьей» и «последней» ниши в качестве прогноза могут подойти некоторые элементы из метода оценки интеллектуальной собственности.

Кроме того, новый принцип отбора акций компаний предполагает создание экспертной системы выбора акций и введение соответствующих нишам коэффициентов ликвидности средств инвестора. По нашему мнению, первые ниши будут обладать коэффициентом ликвидности на уровне 0,1-0,3 и не превышать 0,6-0,7 на заключительных стадиях. Безусловно, большая часть инвесторов откажется от инвестиций на таких условиях, однако в соответствии с правилом «2:6:2» для части инвесторов такой риск окажется приемлемым.

§3.3. Концепция государственного регулирования сферы рискованного предпринимательства.

Несмотря на ряд негативных выводов, сделанных в ходе исследования, ситуация в инновационном секторе российской экономики все же лучше, чем можно было бы ожидать.

Дело в том, что большинство предпринимателей (при поддержке венчурных капиталистов) научилось эффективно использовать соответствующие этапу становления компании финансовые инструменты, минимизировать свои налоговые выплаты, распределять без потерь финансовые потоки, наконец, научилось быть независимым от действий государства. К сожалению, это проявляется как в том, что государственная статистика не может зафиксировать реальные объемы операций в секторе высоких (как впрочем, и любых других) технологий, так и в том, что значительная часть налогов, которые могли бы платить участники индустрии, не попадает в бюджет, а «утекает» в офф-шоры или вообще не уплачивается. Это до сих пор возможно благодаря неточностям в законе, а также широкому использованию механизма «компания на один день».

Выходом из положения могла бы стать долгосрочная государственная программа поддержки НИОКР, с указанием в ней конкретных средств и действий, направленных на участников рынка.

Чтобы данная программа четко функционировала, необходимо учесть российскую специфику функционирования бизнеса. Иными словами, учесть буквально следующее:

- предоставленными льготами предприниматели часто склонны злоупотреблять;
- практики полной уплаты налогов в России нет;
- любой закон, который может быть истолкован двусмысленно, будет истолкован именно двусмысленно;
- высокая степень коррумпированности власти позволит любое неформализованное положение закона изменять в соответствии с ситуацией.

Именно поэтому максимум внимания, по нашему мнению, заслуживает та область косвенной и прямой поддержки, злоупотребить которой практически невозможно.

В данный момент система государственного регулирования в России не сбалансирована ни в нормативно-правовом, ни в информационном, ни в стратегическом аспектах - это крайне затрудняет планирование и осуществление инновационных проектов, а также отталкивает большинство потенциальных инвесторов. Поэтому только создание целостной программы Правительства в этой области позволило бы решить многие проблемы российского инновационного бизнеса.

В этом плане автору представляется весьма интересной правительственная программа, формируемая согласно распоряжению №362-р. Распоряжением Правительства РФ № 362-р от 10 марта 2000 года учреждается Венчурный инновационный фонд - некоммерческая организация, создаваемая для формирования организационной структуры системы венчурного инвестирования в соответствии с одобренными Правительственной комиссией по научно-инновационной политике основными направлениями развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) и организации привлечения инвестиций (в том числе зарубежных) в высокорисковые наукоемкие инновационные проекты.

Механизм начала работы фонда следующий:

1. В качестве имущественного вклада в Венчурный инновационный фонд вносится 100 млн. рублей из средств Российского фонда технологического развития Миннауки России.

2. В управлении Венчурным фондом предусматривается участие представителей Минпромнауки России, Минэкономики России, Минфина России и МАП России.

3. Финансирование проектов фондом осуществляется исходя из основных направлений развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов в научно-технической сфере на 2000-2005 годы, одобренных Правительственной комиссией по научно-инновационной политике.

Отметим основные направления и этапы развития системы венчурного инвестирования, предлагаемые в данном документе:

Направления развития:

1. Нормативное направление развития системы - формирование нормативной базы, регулирующей правоотношения при венчурном инвестировании; обеспечение мер государственной поддержки (прямых и косвенных); развитие вторичного фондового рынка.

2. Организационное направление развития системы - создание федеральных, региональных и отраслевых венчурных инвестиционных институтов, других элементов системы венчурного инвестирования, а также организацию подготовки кадров.

3. Экономическое направление развития системы - после использования Венчурным фондом 100 млн. рублей переход фонда на использование привлеченных средств сто-

ронных инвесторов и создание за счет средств фонда региональных и отраслевых инвестиционных институтов.

Этапы развития системы венчурного инвестирования:

1. 2000 год - разработка проектов нормативных правовых актов по развитию данной системы, создание Венчурного инновационного фонда, формирование межведомственного координационного совета, организация подготовки кадров для венчурного предпринимательства.

2. 2001-2003 годы - принятие нормативных правовых актов по развитию системы венчурного инвестирования, создание и начало функционирования региональных и отраслевых венчурных инвестиционных институтов.

3. 2004-2005 годы - завершение (в основном) формирования системы венчурного инвестирования, обеспечение полноценного функционирования вторичного рынка ценных бумаг венчурных предприятий.

Несмотря на то, что в документе заметно влияние венчурного лобби, созданного в 1997 году (одна из форм деятельности учрежденной тогда РАВИ), практически все предлагаемые положения заслуживают одобрения. Вместе с тем, в предисловии к документу нет и намека на то, что разработчики собираются учесть негативный опыт деятельности отечественной индустрии венчурного капитала, как впрочем, и бизнеса вообще. Соответственно, вероятность достижения заявленных в программе целей по крайней мере невелика.

В связи с этим, в развитие концепции государственной программы автором предлагается следующее:

Во-первых, до начала реализации государственной программы необходимо четко и однозначно дать определение сектору, которому будет оказываться прямая или косвенная поддержка.

Во-вторых, в этом секторе выделить двух участников: инвесторов и реципиентов, именно в отношении которых и будут применяться те или иные законные и подзаконные акты.

В-третьих, специальным законом или постановлением зафиксировать разработанные положения, чтобы ни у предпринимателей, ни у налоговой службы не возникало конфликтов на почве применения специальных льгот или налоговых кредитов.

Наконец, когда четко определены участники и будущая сфера государственной поддержки, создать механизм, контролирующий и обеспечивающий направленное развитие отрасли.

Как данная концепция будет выглядеть на практике?

Частично, первый и второй пункты уже существуют в проекте Федерального закона «Об инновационной деятельности и государственной политике в Российской Федерации». Однако даже поверхностный анализ этого документа говорит о том, что без ряда уточнений закон может так и остаться проектом. Например, в статье 4 описываются виды инновационной деятельности:

Инновационная деятельность осуществляется субъектами инновационной деятельности в качестве основной или как один из видов деятельности и включает:

- научно-исследовательские, прикладные и экспериментальные работы, необходимые для создания инноваций;
- работы, связанные с созданием опытных и серийных образцов новой продукции и технологий;
- работы, связанные с подготовкой производства и проведением промышленных испытаний;
- работы, связанные с сертификацией и стандартизацией инновационных продуктов;
- работы, связанные с проведением маркетинговых исследований и организацией рынков сбыта инновационных продуктов;
- все виды посреднической деятельности и иные виды работ, взаимоувязанные в единый процесс с целью создания и распространения инноваций.

Из этой статьи остается неясным, имеет ли право на льготу агентство, проводящее маркетинговое исследование, или только заказчик. В случае, когда для проекта требуются комплектующие, участвует ли в инновационном процессе поставщик комплектующих, или опять же только заказчик? Неясно, что подразумевается под посредниче-

ской деятельностью. Очевидно одно - если оставить закон в таком виде, то отечественные «специалисты» создадут множество инновационных компаний, которые потребуют соответствующих льгот.

Автор может предложить несколько вариантов выбора субъектов, деятельность которых следует считать инновационной.

Во-первых, можно обратиться к зарубежному опыту.

Например, в США отсутствуют строгие параметры для инновационных компаний, поэтому в их число попадают любые независимые коммерческие фирмы с собственным капиталом, действующие как резиденты, управляемые резидентом и имеющие не более 500 служащих.

В Нидерландах - это компании, существующие менее трех лет, являющиеся более капиталоемкими по сравнению с «обычными» компаниями и выполняющие или заказывающие НИОКР, а также имеющие доступ к технологическому ноу-хау. Программа кредитов для технических разработок (поддерживаемая государством Нидерландов) делает венчурный капитал доступным для инновационных компаний и проектов и характеризуется следующим образом:

- предоставление субординированных кредитов со сроком погашения 10 лет;
- выплата, основанная на реальном обороте;
- невозврат кредита в случае технической или коммерческой неудачи;
- ограничение размера кредита 40% от стоимости проекта;
- в среднем 40% проектов оказывается успешными, что оправдывает участие государства с экономической точки зрения и создает дополнительный социальный эффект.

В Канаде также, как и в США инновационные компании не выделяются в отдельный сегмент. Однако общие для экономики налоговые льготы могут сделать индивидуальные вложения в этой области более выгодными. Например, канадское законодательство освобождает от налогов 500 тысяч канадских долларов прибыли, полученной в течение жизни лицом от инвестиций в акции малых компаний. А 75% потерь капитала в акциях или других формах капитала в компаниях учитываются при подсчете других налогов.

Таким образом, зарубежный опыт не может указать точных критериев выбора инновационной фирмы, так как это в действительности сделать чрезвычайно трудно. Нам кажется, что с точки зрения государства, наиболее оптимальными будут следующие пути:

1. Вовлечение практически любых по форме собственности и размеру компаний в государственные программы, участие в которых без специальных навыков и научных заделов для посторонних автоматически невозможно. Такой подход эффективен потому, что является конкурсным, и выигрывают конкурс компании, разработки которых наиболее перспективны. Они же получают премию в виде финансового участия государства или гарантированного сбыта своей продукции или услуг.

2. Второй путь связан с установлением налоговых льгот, воспользоваться которыми могут все желающие, но наибольшую выгоду от их использования получают именно инновационные компании в силу своей специфики (коротких сроков амортизации оборудования, небольших объемов продаж, малого числа сотрудников).

Во-вторых, возвращаясь к поиску определения инновационной компании, можно сузить круг субъектов, считающихся инновационными согласно статье 4 проекта Федерального закона «Об инновационной деятельности и государственной политике в Российской Федерации». В этом случае инновационной компанией станет компания, осуществляющая следующие виды работ:

- научно-исследовательские, прикладные и экспериментальные работы, необходимые для создания инноваций;
- работы, связанные с созданием опытных и серийных образцов новой продукции и технологий;
- работы, связанные с подготовкой производства и проведением промышленных испытаний;
- работы, связанные с сертификацией и стандартизацией инновационных продуктов.

Однако даже такое узкое определение является слишком широким для множества компаний реального сектора экономики, вместе с тем может оказаться недостаточным для компаний, работающих, например, в сфере интернет-технологий.

Поэтому, суммируя рассмотренные ранее подходы, можно предложить следующее: для четкой идентификации (а в законе - формализации) инновационной компании разрабатываются стандартные параметры соответствия, удовлетворить которым, в принципе, может и неинновационная компания. Но это будет сопряжено с некоторыми трудностями, так как среди параметров может быть задано:

- определенная численность персонала;
- соответствующая (независимо подтвержденная) квалификация и образование сотрудников и руководства компании;
- минимальный оплаченный уставной капитал;
- определенная доля расходов на НИОКР в деятельности компании и т.п.

В соответствии с такими требованиями, предприниматель «построит» свою компанию таким образом, что она уже не будет рассматриваться бюджетом как заведомо «подозрительная». Вместе с тем, не будет ущемлено и его право на предпринимательство, так как в случае отсутствия у него определенных ресурсов (образования, капитала или других), они могут быть восполнены привлечением со стороны. И это будет даже более сильным доказательством того, что если бизнес и окажется должником бюджета и других кредиторов из-за банкротства, то не по «злому умыслу», а в силу допущенных ошибок.

Определить круг инвесторов для разрабатываемой концепции несколько проще, однако и здесь имеются спорные моменты. Прежде всего, неясен механизм «отделения» венчурного инвестора от «невенчурного». По сути, мы снова должны найти определение инвестируемой компании, так как признать инвестиции рисковыми можно только, если они связаны с рискованым предпринимательством. В свою очередь, рискованное предпринимательство настолько многогранно, что как и в случае с «инновационной» компанией более правильно будет установить определенные параметры, удовлетворение которым инвестиций отнесет их в разряд рискованных. Основным параметром, безусловно, должен являться срок инвестиций, также это может быть размер, форма, условия предоставления и другое.

Из круга зрения у нас может выпасть еще один участник рискованного предпринимательства, а именно, посредник между инвестором и реципиентом. Несмотря на то, что в

России институт посредников рискованной индустрии еще только формируется, он требует особого внимания. В зависимости от типа посредника (либо это управляющая компания фонда рискованного капитала, либо это компания, управляющая средствами строго ограниченного круга инвесторов) механизм, обеспечивающий стимулирование их развития, может быть различным. Параметрами, на основании которых может быть принято такое решение, могут быть размеры фондов в управлении, срок создания фондов, состав участников, условия работы и другое.

Таким образом, мы сделали попытку дополнить определение «инновационной» деятельности, в отношении которой будет направляться государственная поддержка в рамках разрабатываемой концепции и выделили участников этой деятельности.

Остановимся на следующих двух этапах. Рассмотрим возможные меры поддержки и механизм, обеспечивающий их выполнение и контроль.

В качестве мер поддержки, которые могли бы активизировать отрасль, можно предложить следующие:

В отношении реципиентов:

- активная косвенная поддержка со стороны региональных властей;
- система прямой поддержки, основной упор в которой делается на конкурсный отбор проектов, финансируемых государством в рамках выполнения различных программ, по сути, система госзаказов.

В отношении инвесторов:

- система зачета убытков по рискованным инвестициям в счет налоговых платежей будущих периодов (чтобы инвестор был уверен, что помимо потери собственных средств он не окажется должником государства в случае неудачи);
- система прямых частичных компенсаций, например, за счет средств Венчурного Фонда;
- измененная налоговая политика: необходимо признать, что если существующие сейчас возможности экономии на налогах (СЭЗ, офф-шоры и т.п.) позволяют предприятиям платить не более 1/3 всех налогов, то имеет смысл, например, приравнять все рискованные инвестиции к инвестициям в определенные активы и облагать доходы от них по минимальной ставке;

- участие государства в инвестиционных компаниях - это позволит контролировать их деятельность и своевременно оказывать налоговые или иные виды адресной поддержки.

Заключительной стадией реализации концепции является создание механизма, контролирующего и обеспечивающего исполнение тех предложений, которые будут внесены в проект закона. Эту деятельность уместно поручить структуре, созданной из специалистов РАВИ и государственных чиновников из комитетов и ведомств, задействованных в данном процессе. По нашему мнению, данная структура также может возложить на себя функции по контролю над подготовкой специалистов для венчурной индустрии, по контролю за операциями фондов венчурного капитала и управляющих компаний.

Только серьезная подготовительная работа с учетом особенностей российского бизнеса способна принести желаемые результаты при реализации данной концепции. Направления совершенствования и уточнения, предложенные автором для развития концепции государственного регулирования предпринимательской деятельности, могут оказаться именно тем базисом подготовительной работы, с которого необходимо начинать реализацию концепции.

Заключение.

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.

На основе анализа зарубежного опыта поддержки инноваций в работе был сформулирован ряд положений, которые можно использовать для развития концепции государственной инновационной политики РФ на период до 2005 года.

В работе подчеркивается, что наибольших успехов венчурная индустрия добилась 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.

Способы организации финансирования и создания венчурной компании рассмотрены в диссертации в виде классификаций.

Исходя из опыта работы с инвестиционными проектами в России, для данной классификации автором 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 составе финансово-промышленных групп. Рассмотрена возможность снижения доли венчурного инвестора в случае, если партнером выступают крупнейшие российские или западные компании.

Анализ основных способов организации финансирования и создания рисковей компании показал, что несмотря на кажущуюся универсальность, нельзя считать, что один и тот же механизм будет одинаково эффективен в США и, например, Европе.

Индустрия венчурного капитала в США ориентирована на технологические сектора экономики и состоит из широкого спектра инвесторов, включающих пенсионные фонды, страховые компании и частных лиц. Относительно же молодая европейская венчурная индустрия ориентирована на основные сектора экономики, при доминирующем участии банков. Японские фирмы венчурного капитала формируются как дочерние организации финансовых институтов и инвестируют в образованные фирмы, обеспечивая их, в основном, долгосрочными кредитами.

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.

Формулируется 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 адаптаций, то процесс организации финансирования и создания венчурной компании в каждой стране уникален.

Как свидетельствует опыт США, сочетание развитого фондового рынка и высокотехнологичных отраслей, способных «переварить» любой объем капитала, дает максимальный эффект для венчурной индустрии. Это не означает, что инфраструктура венчурного капитала США достойна копирования, тем не менее, она может служить положительным примером для России и других стран.

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 рассмат-

риваться как раз в качестве такой основы для построения долгосрочной государственной программы.

Безусловно, некоторые проблемы в работе остались нерешенными. Это касается, в первую очередь, целостной государственной концепции. Ее разработка и развитие видится автору как отдельное научное исследование. Быстро меняющаяся экономическая ситуация не позволила создать совершенную классификацию стратегий «выхода» капитала. Особое внимание в дальнейших исследованиях необходимо уделить механизму прогнозирования доходностей, предложенному автором в третьей главе.

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

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативные документы

1. Гражданский кодекс РФ.
2. Федеральный Закон РФ №156-ФЗ от 29 ноября 01 г. «Об инвестиционных фондах».
3. Проект Федерального Закона «Об инновационной деятельности и государственной политике в РФ».
4. Проект Федерального Закона «О венчурной деятельности в РФ».
5. Проект «Концепции государственной инновационной политики РФ на 2001-2005 гг.».
6. Федеральный закон РФ 846-ФЗ от 11 марта 1999 г. «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».
7. Федеральный Закон №601-ФЗ «Об акционерных обществах».
8. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг».
9. Федеральный бюджет на 2002 год.

Книги

10. Бочкарев А., Кондратьев В. и др. Семь нот менеджмента. - М.: ЗАО "Журнал Эксперт", 1998.
11. Валдайцев С.В. Коммерческая реализация новых технологий. - С-Петербург: СПбГУ МЛСЭФ, 1995.
12. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инноваций. - М., 1997.
13. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
14. Валдайцев С.В. Риски в экономике и методы их страхования. - С-Петербург: СПбДНТЦ, 1992.
15. Валдайцев С.В. Стратегии инвесторов предприятия и агентская проблема. - С-Петербург, 1994.
16. Валдайцев С.В. Управление инвестиционными рисками. - С-Петербург: Изд-во СПбГУ, 1999.

17. Венчурное финансирование инновационных проектов. - М.: АНХ, 1999.
18. Власов А.В. Механизмы поддержки малых предприятий. - М., 1999.
19. Воронцовский А.В. Инвестиции и финансирование: методы оценки и обоснования. - С-Петербург: СПбГУ, 1998.
20. Гарнер Д. Привлечение капитала. - М., 1995.
21. Глухов В.В., Бахрамов Ю.М. Финансовый менеджмент. - С-Петербург, 1995.
22. Денисов Г.М. Малый инновационный бизнес в США и РФ. - М.: ИПСИН, 1993.
23. Друкер Питер Ф. Эффективное управление: Экономические задачи и оптимальные решения. - М.: Изд.-торговый дом Гранд: Фаир-Пресс, 1998.
24. Дудина В.Р. Опыт зарубежных стран. - Минск: Бел.НИИНТИ, 1990.
25. Завлин П.Н. Инновационная деятельность в условиях рынка. - С-Петербург, 1994.
26. Завлин П.Н. Инновационный менеджмент. - М., 1998.
27. Кальварский Г.В. Новые формы финансирования, организации и экономико-правовой защиты инновационной деятельности. - С-Петербург, 1991.
28. Капитоненко В.В. Финансовая математика и ее приложения: Учебно-практическое пособие для вузов. - М.: Издательство ПРИОР, 1998.
29. Ковалев В.В. Введение в финансовую математику/Учебное пособие. - С-Петербург: СПбГЭИ, 1997.
30. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. - М.: Финансы и статистика, 2000.
31. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. - М.: Финансы и статистика, 1998.
32. Ковалев В.В. Практикум по финансовому менеджменту: конспект лекций с задачами. - М.: Финансы и статистика, 2000.
33. Ковалев В.В. Простые проценты в коммерческих вычислениях/Учебное пособие. - СПб.: СПбГЭИ, 1997.
34. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. - М.: Финансы и статистика, 2000.
35. Коммерциализация технологий: российский и мировой опыт. Под ред. Петруненкова А.А. и Фонштейн Н.М. - М.: "Дело", 1997.

36. Котлер Ф. Маркетинг менеджмент. – С-Петербург: Питер Ком, 1999.
37. Лебедев В.О., Тихоненкова Е.Н., Шлепков С.В. Создание рискованных предприятий. Вопросы финансирования: Учебное пособие. - Л., 1989.
38. Лебедева Е.А. Инновационный бизнес в США. - М., 1994.
39. Лебедева Е.А. и др. Финансовые и организационные механизмы НТП в США. - М., 1994.
40. Львов Д.С., Гребенников В.Г., Ерзнкян Б.А. Институциональные аспекты формирования благоприятного инвестиционного климата. - М., 1998.
41. Львов Ю.А. Основы экономики и организации бизнеса. – С-Петербург, 1992.
42. Медынский В.Г., Шаршукова Л.Г. Инновационное предпринимательство: учебное пособие. – 1997.
43. Мотовилов О.В. Источники капитала для финансирования нововведений. – С-Петербург, СПбГУ, 1997.
44. Мотовилов О.В. , Кальварский Г.В. Сущность новых условий хозяйствования в отраслевой и академической науке. - СПб.: СПбГУ, 1992.
45. Мотовилов О.В. Банковское и коммерческое кредитование и финансирование инноваций. – С-Петербург: СПбГУ, 1994.
46. Мотовилов О.В. Формы участия государства и негосударственных инвесторов в создании системы инновационного финансирования. – СПб: 1994.
47. Питерс М., Хизрич Р. Финансирование нового предприятия (вып.3). - М.: Предпринимательство, 1994.
48. Радаев В.В. Формирование новых российских рынков: трансакционные издержки, формы контроля и деловая этика. - М.: Центр политических технологий, 1998.
49. Разумнова И.И. Малые фирмы в США: Экономика и управление. - М.: Наука, 1989.
50. Разумнова И.И. Малый бизнес и эффективность американской экономики. - М.: ИНИОН, 1990.
51. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А. Малый инновационный бизнес. Учебное пособие. – С-Петербург: СПбГУЭФ, 1998.
52. Рудакова И.Е. Инновационный процесс в странах развитого капитализма. - М.: 1991.
53. Соколинский В.М. Психологические основы экономики. - М.:ЮНИТИ, 1999. -215с.

54. Теория и механизм инноваций в рыночной экономике. Под ред. Яковца Ю.В. - М.: 1997.
55. Управление исследованиями, разработками и инновационными проектами/ Валдайцев С.В., Мотовилов О.В., Молчанов Н.Н. и др.; Под ред. С.В.Валдайцева. - С-Петербург: СПбГУ, 1995.
56. Финансирование и кредитование инновационной деятельности. Под ред. Валдайцева С.В., Мотовилова О.В. - СПб: 1993.
57. Фонштейн Н.М. Венчурное финансирование: теория и практика. - М.: АНХ, 1998.
58. Фонштейн Н.М. Основы коммерциализации результатов НИОКР и технологий. - М.: АНХ, 1999.
59. Фонштейн Н.М. Управление инновациями. Становление и развитие малой технологической фирмы/ Сб. статей. - М.: АНХ, 1999.

Статьи

60. Агаркова Л. Венчурный капитал прощупывает рынок высоких технологий// Деловой Петербург. - 2001. - №160.
61. Агаркова Л. Стадия истечения кровью для науки закончилась// Деловой Петербург. - 2001. - №158.
62. Азаренок А. Деловые новости// Коммерсантъ. - 2000. - №41.
63. Аммосов Ю. Политика высоких технологий// Эксперт. - 2001. - №38.
64. Аммосов Ю. Рынки// Эксперт. - 2000. - №24.
65. Аммосов Ю. Силиконовая тайга// Эксперт. - 2001. - №6.
66. Андреева Е. Селекция через кредиты// Эксперт Северо-Запад. - 2000. - №17.
67. Арзамасцев Н.В. Венчурный капитал: проблемы и практика// Инновации. - 1998. - №4-5.
68. Арсеньев В. Деловые новости// Коммерсантъ. - 2000. - №9.
69. Арсеньев В. Дефолт прощен// Коммерсантъ. - 2000. - №137.
70. Арсеньев В. Сейчас вектор не направлен никуда// Коммерсантъ. - 2000. - №54.
71. Арсеньев В. Тенденции// Коммерсантъ. - 2000. - №36.
72. Аузан В. Рынки // Эксперт. - 2000. - №23.

73. Байбаков А. Виртуальная экономика продержалась 2 года// Коммерсантъ. – 2001. - №43.
74. Балабан А.М. Венчурное финансирование в России// Инновации. – 1998. - №4-5.
75. Бараусов В. Инвесторы дошли до Yahoo!!! Деловой Петербург. – 2000. - №102.
76. Бараусов В. Иностранцы ждут технологичных акций Петербурга// Деловой Петербург. – 2000. - №42.
77. Быков П., Власова О. Еще один Клондайк// Эксперт. – 2001. - №5.
78. Валдайцев С.В. Формирование инновационной политики в регионах// Вестник СПбГУ. – 1995. - №3, сер.5.
79. Водянов А., Губина И. Переоценка ценностей: хозяйственный аспект// Эксперт. – 1996. - №6.
80. Ворфоломеев А. Новая экономика, венчурный бизнес и особенности инвестирования высокотехнологичных проектов и компаний// Рынок ценных бумаг. – 2000. - №19.
81. Вымпелком// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №20.
82. Галиев А., Гурова Т. Экономическая амнистия// Эксперт. – 1999. - №16.
83. Гришанков Д., Шмаров А. Венчурный бизнес// Коммерсант. – 1994. - №29.
84. Гришанков Д., Шмаров А. Венчурный бизнес// Коммерсант. – 1995. - №45.
85. Гришанков Д., Шмаров А. Венчурный бизнес (проект Медиа Механикс)// Коммерсант. – 1994. - №41.
86. Гришанков Д., Шмаров А. Для тех, кто еще не понял// Коммерсант. – 1994. - № 34.
87. Гришанков Д., Шмаров А. Обзор фондового рынка// Коммерсант. – 1995. - №16.
88. Гришанков Д., Шмаров А. Паевые фонды// Эксперт. – 1996. - №4.
89. Гулькин П.Г. Введение в венчурный бизнес в России// Инновации. – 1999. - №7-8.
90. Гулькин П.Г. Проблемы выхода из проинвестированных компаний// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №5.
91. Гунин В.Н., Ляпина С.Ю. Экспертиза// Ведомости. – 2000. - 14 сент.
92. Гурова Т. Не либерализмом единым// Эксперт. – 2001. - №31.
93. Гурова Т., Ивантер А. Точка инновационной опоры// Эксперт. – 1999.- №11.
94. Гурова Т., Кириченко Н., др. Бизнес и власть// Эксперт. – 1999. - №42.
95. Деловой Петербург. Деньги для дела// Деловой Петербург. – 2000. - №35.

96. Демин А.А. Экономика фирмы: теория и практика организации бизнеса в России на Западе // Вестник СПбГУ. – 1993. - №2 сер.5.
97. Демкин Д. Свободные экономические зоны// Коммерсантъ. – 1997. - №163.
98. Золотых Н.И., Цыганов С.А. Государственная поддержка инновационной деятельности// Инновации. – 1999. - №7-8.
99. Иванов И. Венчурные фонды// Коммерсантъ. – 1997. - №34.
100. Идрисов А. Какой инвестор нам нужен// Эксперт. – 2001. - №20.
101. Квач И., Вагин В. Рынок Роста Санкт-Петербург - стартовая площадка для инновационных компаний// Рынок ценных бумаг. – 2000. - №22.
102. Квач И., Хёфер Ш. Развитие компании и биржа// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №18.
103. Килгрэн А. Венчурные фонды: финансирование фирмы на начальных этапах// Инновации. – 1999. - №4-5.
104. Киселев К. Научно-техническая сфера: деловая активность лишь теплится// Дело СПб. – 1998.
105. Киселева Е.В. Венчурный капитал в финансировании малых инновационных компаний// Вестник СПбГУ. – 1992. - №3 Сер.5.
106. Кисилев К. Поддержка научно-технической сферы крепнет// Деловой Петербург. – 1997. - №1
107. Кожевников Д. Применение моделей реальных опционов для оценки стратегических проектов// Рынок ценных бумаг. – 2000. - №24.
108. Козицын С. Рейтинговые агентства переоценили Россию// Коммерсантъ. – 2001. - №182.
109. Козицын С. Тенденции// Коммерсантъ. – 2000. - №129.
110. Козицын С. Тенденции// Коммерсантъ. – 2001. - №46.
111. Коник Л. Caresbac инвестирует подпольно// Деловой Петербург. – 1995. - 24 ноября.
112. Коробицын М. SENTER высоких технологий// Эксперт. 2001. - №42.
113. Кром Е. НАСДАК петербургского разлива// Эксперт Северо-Запад. – 2001. - №2.
114. Крылов А. Идеи не продаются// Эксперт Северо-Запад. - 2001. - №22.

115. Кузнецов А. Экономический анализ: Превратим долги в капитал// Эксперт. – 1999. - №9.
116. Кушлин В. Государственное регулирование экономики: цели, теоретические модели, практика// Экономист. – 1995. - №2.
117. Лиманн И.А., Павель Е.В. Поддержка и регулирование деятельности инновационных фирм в регионах// Вестник СПбГУ. – 1996. - №1 сер.5.
118. Лукичев Д.П. Финансовый кризис: институциональный взгляд//Вестник СПбГУ. – 1999. - №4 сер.5.
119. Малышев В., Овчинников Р. и др. Новости компаний// Деловой Петербург. – 1996. -№84.
120. Медовников Д. Без спроса на науку//Эксперт. – 2001. - №41.
121. Медовников Д. В поисках технократического мифа// Эксперт. – 2001. - №15.
122. Медовников Д. Конкурс русских инноваций// Эксперт. – 2001. - №43.
123. Мейлунас Н. Опыт венчурного финансирования малого бизнеса: возможности и проблемы// Инновации. – 1998. - №4-5.
124. Миркин Я. Налоговое стимулирование инвестиций в ценные бумаги// Рынок ценных бумаг. – 2000. - №12.
125. Миркин Я. Экономический анализ: Кто профинансирует модернизацию// Эксперт. – 1999. - №33.
126. Михальчук П. Время менять акценты// Эксперт. – 2001. - №5.
127. Нестеров Ф. Новости компаний// Коммерсантъ. – 1997. - №69.
128. Николаенко С. Экономический анализ// Эксперт. – 1999. - №26.
129. Новиков М. Start up и инвестиции// Мир Интернет. – 1999. - №11.
130. Ованесов А. Разным инвесторам - разная политика// Эксперт. – 2001. - №30.
131. Паевые фонды США и Европы// Экономика и жизнь. - 1995.- №52.
132. Петров И. Golden Telecom вложила деньги в студентов и игроков// Коммерсантъ. – 2000. - №53.
133. Пирожков А. Венчурные инвесторы ищут в России новый Клондайк// Деловой Петербург. – 2001. - №177.
134. Пичугин И., Полуэктов Н. Экономика на вере// Коммерсантъ. – 2000. - №36.

135. Повестка дня: Фондовые биржи, объединяйтесь!!! Эксперт. – 2001. - №43.
136. Преженцев П. В России будет сразу два НАСДАК// Коммерсантъ. – 2000. - №103.
137. Привалов А. Российский хай-тек// Эксперт 1996. - №2.
138. Привалов А. Хай-тек позвали к президенту// Эксперт. – 2001. - №16.
139. Прямые инвестиции// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №8.
140. Ракукин А. Миллион - это так быстро// Коммерсантъ Дейли. – 1996. - №61.
141. Регионы России (рейтинг регионов)// Эксперт. – 1999. - №39.
142. Рубченко М. Особенности национальной налоговой системы пореформенного периода// Эксперт. – 1997. - № 1.
143. Рубченко М. Экономический анализ: После социализма// Эксперт. – 1999. - № 26.
144. Рушайло П. Крупнейшие инвестиционные сделки года// Коммерсантъ. – 2000. - №226.
145. Савельева З.А. Венчурные фирмы и их роль в ускорении НТП// Вестник СПбГУ. – 1994. - №2 сер.5.
146. Савельева З.А. Малому исследовательскому бизнесу - государственную поддержку// Вестник СПбГУ. – 1995. - №1 сер.5.
147. Соломатин Е. Механика ИПО: Движущие силы и участники// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №5.
148. Соломатин Е. Механика ИПО: Движущие силы и участники// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №7.
149. Тягай С. В России будет свой NASDAQ// Коммерсантъ. – 2000. - №7.
150. У РАВИ есть 1млрд.дол. на нужды малых фирм// Деловой Петербург. – 2001. - №160.
151. Федорова Е. Новые технологии упираются в старый менеджмент// Деловой Петербург. – 2001. - №80.
152. Фетисов А. Защита прав акционеров: мнимая и реальная// Рынок ценных бумаг. – 1995. - №44.
153. Фонштейн Н.М. Не все то рисковое...// Инновации. – 1998. - №4-5.

154. Холланд С. Плановая и смешанная экономика// Вопросы экономики. – 1993. - №1.
155. Хромушин И. Результаты фундаментальных исследований деятельности в России инвестиционных фондов// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №4.
156. Чеберков И. Иридиум приглянулся нью-йоркскому банку// Коммерсантъ. – 2000. - №103.
157. Чубченко Ю. Аргентинский президент перешел от слов к делу// Коммерсантъ. – 2001.- №234.
158. Чубченко Ю. Аргентинское экономическое чудовище// Коммерсантъ.- 2001. - №233.
159. Шаповалюк О. Венчурная ярмарка - эффективный инструмент привлечения инвестиций в регионы// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №17.
160. Экономический анализ: США теряют лидерство в технологиях// Эксперт. – 1999. - №5.

Зарубежные источники

161. A survey on online finance.// The Economist. – 2000.
162. John Singer Advent Int. Plc. Introduction to Venture Capital. - U.S.Small Business Administration, release №97-63.
163. S.M.Milett and E.J.Houton A Manager's Guide to Technology Forecasting and Analysis Methods. - Battelle Press, 1997.
164. Thomas W. And Norman M.Scarbrough Prentice Hall Sources of Equity Capital, 1998.
165. Brealey Richard A. Myers Stewart C. Principles of Corporate Finance. – McGraw-Hill, Inc. – 1988.
166. Brophy David, United States Venture Capital Markets: Changes and Challengers: OECD report./ OECD. – 1996.
167. Stevens William European Venture Capital Markets: Trends and Prospects: OECD report./ OECD. – 1996.

ИИТЕРПЕТ

- 168. <http://www.ventureone.com>
- 169. <http://www.vfinance.com>
- 170. <http://www.nw-innovations.ru>
- 171. <http://www.rvca.ru>
- 172. <http://www.seafweb.org>
- 173. <http://www.techbusiness.ru>
- 174. <http://www.tusrif.ru>
- 175. <http://docs.rcme.ru>

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Пример расчета средневзвешенной доходности портфеля ценных бумаг

НАЗВАНИЕ БУМАГИ	КОЛИЧЕ- СТВО	ЦЕНА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ОЦЕНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ	ДАТА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ТЕКУЩАЯ ДАТА	ВРЕМЯ ПРЕБЫВАНИЯ В ПОРТФЕЛЕ	ДОХОДНОСТЬ БУМАГИ	Средневзвешен- ная доходность портфеля
Акции ком- пании «ИННОВАТОР»	50	1000	1105	20.01.97	20.01.98	365	10,50	10,50
Акции ком- пании «ВЕНЧУР»	100	100	160	20.01.93	20.01.98	1826	11,99	
Доля в ком- пании «СМЕШНАЯ ИДЕЯ»	100	100	110	20.01.97	20.01.98	365	10,00	
Расписки от компании «НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ»	5	100	110	20.01.97	20.01.98	365	10,00	
Права на компанию «БУДУЩЕЕ»	100	100	110	20.01.97	20.01.98	365	10,00	
Конверти- руемые об- лигации компании «БИОРОВОТЬ»	100	100	110	20.01.97	20.01.98	365	10,00	

Всего инвестиро-
вано 90 500

Оценочная стои-
мость 104 800

Абсолютная при-
быль (убыток) 14 300

Размер упущенной
выгоды 13 053 Ставка
дискон-
тирова-
ния
(в%) 10

Результат 1 247

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Пример расчета средневзвешенной доходности портфеля ценных бумаг

НАЗВАНИЕ БУМАГИ	КОЛИЧЕ- СТВО	ЦЕНА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ОЦЕНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ	ДАТА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ТЕКУЩАЯ ДАТА	ВРЕМЯ ПРЕБЫВАНИЯ В ПОРТФЕЛЕ	ДОХОДНОСТЬ БУМАГИ	Средневзвешен- ная доходность портфеля
Акции ком- пании «ИННОВАТОР»	50	1000	1105	20.01.97	20.01.02	1826	2,10	2,57
Акции ком- пании «ВЕНЧУР»	100	100	160	20.01.93	20.01.02	3287	6,66	
Доля в ком- пании «СМЕШНАЯ ИДЕЯ»	100	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	
Расписки от компании «НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ»	5	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	
Права на компанию «БУДУЩЕЕ»	100	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	
Конверти- руемые об- лигации компании «БИОРОБОТЫ»	100	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	

Всего инвестиро-
вано 90 500

Оценочная стои-
мость 104 800

Абсолютная при-
быль (убыток) 14 300

Размер упущенной
выгоды 49 278 Ставка
дискон-
тирова-
ния
(в%) 10

Результат -34 978

ПРИЛОЖЕНИЕ 3

Пример расчета средневзвешенной доходности портфеля ценных бумаг

НАЗВАНИЕ БУМАГИ	КОЛИЧЕ- СТВО	ЦЕНА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ОЦЕНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ	ДАТА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ТЕКУЩАЯ ДАТА	ВРЕМЯ ПРЕВЫШАНИЯ В ПОРТФЕЛЕ	ДОХОДНОСТЬ БУМАГИ	Средневзвешен- ная доходность портфеля
Акции ком- пании «ИННОВАТОР»	50	1000	1105	20.01.97	20.01.02	1826	2,10	2,57
Акции ком- пании «ВЕНЧУР»	100	100	160	20.01.93	20.01.02	3287	6,66	
Доля в ком- пании «СМЕШНАЯ ИДЕЯ»	100	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	
Расписки от компании «НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ»	5	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	
Права на компанию «БУДУЩЕЕ»	100	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	
Конверти- руемые об- лигации компании «БИОРОБОТЫ»	100	100	110	20.01.97	20.01.02	1826	2,00	

Всего инвестиро-
вано 90 500

Оценочная стои-
мость 104 800

Абсолютная при-
быль (убыток) 14 300

Размер упущенной
выгоды 9 856 Ставка
дискон-
тирова-
ния
(в%) 2

Результат 4 444

ПРИЛОЖЕНИЕ 4

Пример расчета средневзвешенной доходности портфеля ценных бумаг

НАЗВАНИЕ БУМАГИ	КОЛИЧЕ СТВО	ЦЕНА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ОЦЕНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ	ДАТА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ТЕКУЩАЯ ДАТА	ВРЕМЯ ПРЕБЫВАНИЯ В ПОРТФЕЛЕ	ДОХОДНОСТЬ БУМАГИ	Средневзвешенная доходность портфеля
Акции компании «ИННОВАТОР»	50	1000	2000	20.01.97	20.01.02	1826	19,99	29,77
Акции компании «ВЕНЧУР»	100	100	380	20.01.93	20.01.02	3287	31,09	
Доля в компании «СМЕШНАЯ ИДЕЯ»	100	100	220	20.01.97	20.01.02	1826	23,99	
Расписки от компании «НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ»	5	100	550	20.01.97	20.01.02	1826	89,95	
Права на компанию «БУДУЩЕЕ»	100	100	660	20.01.97	20.01.02	1826	111,94	
Конвертируемые облигации компании «БИОРОБОТЫ»	100	100	90	20.01.97	20.01.02	1826	-2,00	

Всего инвестировано 90 500

Оценочная стоимость 237 750

Абсолютная прибыль (убыток) 147 250

Размер упущенной выгоды 9 856 Ставка дисконтирования (в%) 2

Результат 137 394

ПРИЛОЖЕНИЕ 5

Пример расчета средневзвешенной доходности портфеля ценных бумаг

НАЗВАНИЕ БУМАГИ	КОЛИЧЕ- СТВО	ЦЕНА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ОЦЕНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ	ДАТА ПРИОБРЕТЕНИЯ	ТЕКУЩАЯ ДАТА	ВРЕМЯ ПРЕВЫШАНИЯ В ПОРТФЕЛЕ	ДОХОДНОСТЬ БУМАГИ	Средневзвешен- ная доходность портфеля
Акции ком- пании «ИННОВАТОР»	500	1000	2000	20.01.97	20.01.02	1826	19,99	18,21
Акции ком- пании «ВЕНЧУР»	200	100	380	20.01.93	20.01.02	3287	31,09	
Доля в ком- пании «СМЕШНАЯ ИДЕЯ»	200	100	220	20.01.97	20.01.02	1826	23,99	
Расписки от компании «НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ»	40	100	550	20.01.97	20.01.02	1826	89,95	
Права на компанию «БУДУЩЕЕ»	50	100	660	20.01.97	20.01.02	1826	111,94	
Конверти- руемые об- лигации компании «БИОРОБОТЫ»	1000	100	90	20.01.97	20.01.02	1826	-2,00	

Всего инвестиро-
вано 649 000

Оценочная стои-
мость 1 265 000

Абсолютная при-
быль (убыток) 616 000

Размер упущенной
выгоды 166 342 Ставка
дискон-
тирова-
ния
(в%) 5

Результат 449 658