Правительство Российской Федерации

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

«Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

###### Факультет Мировой Экономики и Мировой Политики

###### отделение Экономики

###### кафедра Международного Бизнеса

###### ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

На тему: «Сравнительный анализ механизмов венчурного инвестирования в России и США»

Студент группы № 465 Боровова А.М.

Руководитель ВКР

Лавров С.Н.

Москва, 2013

Оглавление

[Введение 3](#_Toc356769558)

[1. Концепции механизма венчурного инвестирования – история и сущность экономического инструмента 8](#_Toc356769559)

[1.1 Основные понятия венчурного инвестирования 8](#_Toc356769560)

[1.2 Развитие венчурного предпринимательства – мировой опыт 16](#_Toc356769561)

[1.3 Основные формы и типы венчурного капитала 21](#_Toc356769562)

[1.3.1 Рынок неформального венчурного капитала 21](#_Toc356769563)

[1.3.2. Корпоративное венчурное инвестирование 26](#_Toc356769564)

[1.3.3. Модель функционирования венчурного фонда 29](#_Toc356769565)

[1.3.4 Модель государственно-частного партнерства в рамках венчурной индустрии 31](#_Toc356769566)

[1.4 Роль механизма венчурного инвестирования в формировании Национальных Инновационных Систем 35](#_Toc356769567)

[2. Опыт США и РФ – различия и общие черты использования механизмов венчурного инвестирования 39](#_Toc356769568)

[2.1. Развитие венчурного бизнеса в РФ 39](#_Toc356769569)

[2.2 Становление венчурной индустрии в США 43](#_Toc356769570)

[2.3 Сопоставительный анализ опыта двух стран 46](#_Toc356769571)

[3. Анализ механизма венчурного инвестирования на примере проекта, получившего финансирование ФПИ РВК 50](#_Toc356769572)

[Заключение 66](#_Toc356769573)

[Список использованной литературы 69](#_Toc356769574)

[Приложение 1. Модель работы венчурного фонда 74](#_Toc356769575)

[Приложение 2. Обзор нормативно-правовой базы в сфере венчурного финансирования 75](#_Toc356769576)

[Приложение 3. Национальная система венчурного инвестирования 81](file:///C%3A%5CUsers%5CSamsung%5CDesktop%5C%D0%B4%D0%B8%D0%BF%D0%BB%D0%BE%D0%BC.docx#_Toc356769577)

# Введение

Определение приоритетного направления развития экономики страны является важным шагом в государственном макроэкономическом планировании. Создание инновационной экономики в Российской Федерации не раз обозначалась высшим руководством как первоочередная задача, реализация которой требует совместных усилий государства и бизнеса. Структурная трансформация и переориентация экономики на создание инноваций важна для достижения оперативных целей политики государства. Воплощение в жизнь масштабных государственных проектов требует грамотной постановки задач, достижение которых является необходимым этапом на пути к главной цели. Одной из таких задач на современном этапе развития экономики РФ является поддержка механизмов венчурного инвестирования, без которых невозможно эффективное стимулирование инновационного развития.

Таким образом, актуальность данного исследования заключается в том, что именно аналитическое сопоставление механизма венчурного инвестирования в Соединенных Штатах Америки и в Российской Федерации может помочь выявить приоритетные направления развития венчурной индустрии в РФ. При анализе современного состояния венчурной индустрии в РФ полезно привлечение опыта США, как страны с наиболее развитым сектором венчурных инвестиций. Основываясь на продолжительном и успешном опыте этой страны, можно сделать попытку спрогнозировать тенденции, необходимые для улучшения венчурной поддержки инновационных направлений бизнеса в России.

Объектом исследования в данной работе является феномен венчурного инвестирования, как двигатель инновационного развития экономики.

Предмет исследования – венчурная индустрия в США и в РФ, как пример эволюционного (естественного) и революционного (искусственного) формирования механизмов венчурного инвестирования.

Целью данной дипломной работы является рассмотрение американского и российского опыта венчурного бизнеса для выявления наиболее проблемных звеньев механизма венчурных инвестиций в РФ. Это позволит найти эффективные пути реализации приоритетных планов в будущем.

Гипотеза данного исследования формулируется следующим образом: для быстрого построения инновационной экономики в России, необходимо совершенствование механизмов венчурного инвестирования и форм сотрудничества государства с частным бизнесом, чему может способствовать использование долголетнего, положительного опыта США – страны-пионера венчурной отрасли.

В рамках данной дипломной работы было осуществлено решение следующих задач:

1. описать основные вехи мирового опыта развития венчурного предпринимательства;
2. произвести анализ основных форм и видов венчурного капитала;
3. обозначить роль венчурного инвестирования в формировании инновационной экосистемы;
4. охарактеризовать особенности развития венчурной индустрии в Соединенных Штатах Америки и в Российской Федерации;
5. провести сопоставительный анализ механизмов венчурного инвестирования в США и РФ на современном этапе;
6. рассмотреть практическую реализацию механизмов венчурного инвестирования на примере получения конкретной компанией на ранней стадии развития (DACT) инвестиций из Фонда Посевных Инвестиций Российской Венчурной Компании (ФПИ РВК).

Венчурное инвестирование является одним из двигателей развития экономики, ориентированной на инновации. Венчурные инвестиции оптимальны для нужд и потребностей бизнеса на ранних этапах развития. Обозначая практическую значимость настоящего исследования, необходимо подчеркнуть его направленность на решение насущных проблем современной экономики РФ. Глубокое изучение сектора венчурных инвестиций необходимо для планирования дальнейших шагов на пути формирования Национальной Инновационной Системы.

Научная новизна данной работы состоит в сопоставлении российского и американского опыта венчурного инвестирования для выявления приоритетных направлений развития венчурной индустрии в нашей стране и совершенствования механизмов его осуществления.

Практическая значимость работы заключается в наличии широкого спектра применения результатов данного исследования, которые могут использоваться как самими инвесторами, так и компаниями на ранних стадиях развития (стартапами), нуждающимися в инвестициях.

Данная работа включает в себя следующие структурные элементы: введение, три главы, заключение, список использованной литературы и приложения.

В первой главе работы «Сравнительный анализ механизмов венчурного инвестирования в России и США» проводится описание общей концепции механизма венчурного инвестирования и производится ретроспективный анализ сущности данного экономического инструмента. Также рассматриваются ключевые этапы развития и формы венчурного предпринимательства в мировой практике.

Во второй главе данного исследования описываются механизмы венчурного инвестирования в США и РФ, выявляются специфические черты и особенности каждой из систем и проводится сопоставление уровней развития венчурной индустрии в этих странах.

В рамках третьей главы, на примере деятельности ФПИ РВК, как государственного инструмента формирования инновационной инфраструктуры, осуществляющего поддержку венчурных инвестиций, рассматривается процесс прохождения проектом этапов получения инвестиций.

В заключении дипломной работы приводятся основные выводы исследования, на основании которых становятся очевидны некоторые тенденции в отношении совершенствования механизмов венчурного инвестирования в Российской Федерации, имеющие практическую направленность.

В приложения вынесены дополнительные таблицы и схемы, на которые имеются ссылки в тексте работы.

Теоретическая и методологическая база дипломного исследования основана на научных статьях и публикациях российских и зарубежных исследователей по тематике венчурных инвестиций и венчурного капитала. В качестве базы данного исследования привлекались многочисленные материалы и публикации РАВИ (Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования), в том числе ежегодные аналитические сборники по прямому и венчурному инвестированию, ряд образовательных публикаций нацеленных на широкую аудиторию. Помимо этого, использовались многочисленные иностранные источники и данные National Venture Capital Association (NVCA) - Национальной ассоциации венчурного капитала США. В качестве системообразующих источников формирования теоретической базы использовались работы многих ведущих российских ученых-экономистов, в том числе и И.И. Родионова, Ю.П Аммосова, А.И. Каширина, А.С. Семенова, А.И. Никконен, К. Кемпбелл, Э.А. Фиякселя.

Информационная база работы включает в себя статистические данные и обзоры российских и зарубежных аналитиков по вопросам поддержки венчурной индустрии из открытых источников и информационные сборники, опубликованные при поддержке и участии ОАО РВК. Необходимо подчеркнуть, что особенностью в привлечении статистических данных является наличие разночтений по количеству и характеру венчурных сделок, особенно в российских источниках, по причине недостаточно развитых каналов сбора, анализа и учета статистики по данной теме, а также закрытости многих данных по сделкам венчурных фондов. Именно поэтому в данном исследовании редко используются прямые статистические сравнения показателей динамики развития венчурной отрасли в США и РФ.

В рамках данного исследования привлекаются материалы и опыт, полученные в процессе непосредственной работы в департаменте развития инфраструктуры Института Развития РФ – ОАО «Российская Венчурная Компания» (РВК). В ходе консультаций с представителями Институтов Развития Российской Федерации, в том числе с экспертами ОАО РВК, была получена информация, послужившая основой третьей главы настоящего исследования.

# Концепции механизма венчурного инвестирования – история и сущность экономического инструмента

## Основные понятия венчурного инвестирования

Существует множество определений и трактовок феноменов венчурного инвестирования и венчурного капитала, однако одно из наиболее универсальных и легких для понимания было приведено Национальной Ассоциацией Венчурного Капитала США (NVCA): «венчурный капитал – это финансовые ресурсы, предоставляемые профессиональными инвесторами, которые инвестируют в молодые, быстрорастущие компании, обладающие потенциалом превращения в компании, вносящие значительный вклад в экономику[[1]](#footnote-1)». В определении данного понятия основной акцент сделан на двух аспектах: квалификации инвесторов, возрасте и скорости роста компаний. Проблеме классификации инвесторов будет посвящен отдельный параграф настоящей работы. Скорость развития компании, как критерий, определяющий процесс венчурного инвестирования, заслуживает детального рассмотрения.

Основой работы венчурного механизма является потенциал компании – предпосылки к быстрому расширению и стремительному росту в течение относительно короткого промежутка времени. Большой потенциал компании оправдывает высокую степень риска производимых вложений.

 Успешность осуществления венчурных инвестиций для инвестора определяется высокой степенью его компетенции в области или индустрии, в которую производится инвестиция. В противном случае риск инвестиционного вложения повышается многократно. Важно отметить, что помимо высокой степени риска и необходимой квалификации, судьбу инвестиции часто определяет случай или везение, так как существует мало объективных критериев, по которым на ранней стадии развития компании или проекта можно судить о его успешности в дальнейшем. Высокая степень риска также объясняется отсутствием требования залога от предпринимателя или гарантии возврата суммы инвестиций. Такие условия взаимодействия требуют от предпринимателя и инвестора особой степени взаимного доверия.

Существует немало споров на тему, почему область венчурного капитала привлекает все больший интерес со стороны инвесторов по всему миру. Безусловно, наиболее очевидным ответом на этот вопрос кажется то, что венчурная индустрия славится своими сверхприбылями и историями успеха таких знаменитых компаний как Google, Yahoo, Amazon, Xerox, Apple, Microsoft, Intel. Однако эта тенденция может быть объяснена и иначе – такие традиционные формы извлечения спекулятивной прибыли на вложенный капитал как, например, торговля на фондовом рынке, теряют актуальность из-за нестабильной экономической ситуации и высокой вероятности непредсказуемых кризисных потрясений. Установить истинную причину востребованности венчурных проектов сложно, но, тем не менее, нельзя не отметить, что популярность прямых инвестиций в компании, акции которых не торгуются на бирже, а также венчурных инвестиций, которые осуществляются на самых ранних этапах развития компании, неуклонно растет.

В связи с определением термина венчурных инвестиций важно обозначить терминологическое различие между прямыми и венчурными инвестициями. В Европе не выделяется существенных различий между двумя терминами, в то время как в США эти два направления инвестирования четко разделены. Венчурными, в американской терминологии, можно назвать только высокорисковое инвестирование ранних стадий, в то время как к прямым инвестициям относят все виды инвестиций в непубличные компании в широком смысле.

В широком смысле к прямому частному инвестированию «private equity» принято относить все формы и способы предоставления капитала частным компаниям, куда относится, в том числе и венчурный капитал. Терминологические споры по этому вопросу не утихают, однако в рамках данной исследовательской работы есть необходимость использования более узкого определения данного термина. Первые идеологи венчурного капитала – американские экономисты Ж.У. Фенн, Н. Лайанг, С. Прауз, П. Джонсон – определили венчурный капитал как финансирование акционерного капитала инновационных предприятий малого бизнеса, имеющих значительный потенциал роста на стадии их создания и реализации продукции, в совокупности с консультационной поддержкой и высокой степенью вовлеченности в процесс принятия решений[[2]](#footnote-2).

Немаловажно, что венчурный капитал наиболее часто используется именно компаниями, производящими инновационную, наукоемкую продукцию, в том числе в области разработки программного обеспечения и нанотехнологий. Подобные компании имеют потенциал к быстрому росту и потребность в больших объемах инвестиций на ранних стадиях развития, в том числе на стадии проведения исследований и разработки прототипа продукции. Интерес венчурных инвесторов к таким проектам очевиден – они могут принести очень высокие прибыли. Обозначив взаимную заинтересованность игроков рынка, необходимо также описать сам механизм венчурного инвестирования, который представляет довольно сложную систему.

Существуют две, наиболее распространенные формы венчурного инвестирования – это инвестиции в акционерный капитал компаний и инвестиционные кредиты, однако на практике обе эти формы часто сочетаются и используются совместно. Венчурного инвестора от стратегического отличает одна важная характеристика – он не стремится к покупке контрольного пакета акций компании, оставляя стимул для предпринимателей-владельцев к ее развитию. Основным мотивом его деятельности является продажа акций компании по истечении срока инвестиции (обычно около 5-10 лет, основываясь на данных Dow John’s Venture Source медиана продолжительности периода с момента финансирования венчурного проекта, до «выхода» из него составляет 6 лет)[[3]](#footnote-3) по цене, в разы превышающей первоначально вложенную сумму. За подобной стратегией стоит заинтересованность инвестора в стремительном росте компании на ранних этапах развития, в то время как судьба компании после продажи своей доли его уже не интересует.

Иногда возникают концептуальные споры между инвесторами и предпринимателями относительно стратегии развития компании, по той причине, что предприниматель, помимо краткосрочного успеха, также нацелен и на долгосрочный успех своего бизнеса. Но, чаще всего, стремление к успеху предприятия объединяет стратегию деятельности и инвестора, и предпринимателя.

Необходимым и длительным этапом взаимодействия между инвестором и инвестируемой компанией является период оценки доходности потенциального проекта. Качество реализации этого этапа зачастую обуславливает весь успех инвестиционного проекта, так как именно на данной стадии важно оценить все его сильные и слабые стороны.

Одним из основополагающих критериев, обуславливающих степень рисковости вложения, является то, на каком этапе развития в компанию поступают инвестиции. Принято выделять четыре основных этапа развития, с инвестированием на каждом из которых связаны свои характеристики и уровень риска (см. Рис. 1)

Рис. 1

Прибыль (Profit)

 Время (Time)

 1 2 3 4

Убытки (Loss)

1 — «посевная» стадия (seed) ; 2 — стадия старт-ап (startup) ; 3 — начальная стадия (early stage) ; 4 — стадия расширения (expansion) .

1. Посевная стадия (стадия seed в англоязычной терминологии) подразумевает наличие концепции, идеи и иногда включает в себя разработку опытного образца. Данный этап развития характеризуется привлечением средств от бизнес-ангелов и возможности получения финансирования в виде государственных грантов.
2. На стадии «старт-ап» (startup) происходит запуск компании, она также иногда включает и этап начала продаж. На этом этапе развитие компании чаще всего происходит за счет средств, полученных от венчурных фондов.
3. Начальная стадия (early stage) описывает деятельность компании, которая находится на первом этапе ведения коммерческой деятельности. На этом этапе у компании появляется возможность использования кредита для финансирования деятельности.
4. На стадии расширения (expansion) компании зачастую требуется дополнительное финансирование для увеличения спектра деятельности. На данном этапе возможно как привлечение средств из фондов прямых инвестиций, так и выход на фондовый рынок.

Представленный выше график демонстрирует стандартную динамику прибыли компании по этапам развития. Отрицательная динамика кривой на посевной стадии и стадии «старт-ап» называется «долиной смерти» и является переломным этапом развития компании. В этот период у компании обычно резко повышается потребность не только в капитальных вложениях, но и в оборотных средствах необходимых для устойчивого выпуска продукции. Механизм венчурного финансирования наиболее часто применяется именно на этом переходном этапе.

 Существует много классификаций этапов развития компании, однако, по одной из наиболее распространенных – первые три ступени роста компании принято относить к ранней стадии (посевная, старт-ап и начальная), под средней стадией развития обычно подразумевается этап расширения, а за ней следует поздняя стадия (late) и завершающая (exit).

 Необходимо отметить, что инвесторы склонны производить инвестиции на более поздних стадиях развития компании, чтобы минимизировать свои риски, в то время как со стороны предпринимателей самая большая потребность в деньгах наблюдается на начальных этапах. Это концептуальное расхождение в интересах и объясняет преобладание на рынке инвестиций более поздних стадий. Кроме того, венчурные инвесторы чаще всего ограничиваются покупкой блокирующего пакета акций компании (25% +1 акция), чтобы не лишать менеджмент компании стимулов к самостоятельному развитию. Однако принято считать, что сами венчурные капиталисты играют большую роль в управлении компании и вместе с инвестициями привносят свои компетенции, необходимые для быстрого развития молодого бизнеса.

Что касается степени рисковости венчурного инвестирования, важно подчеркнуть, что исследователями, эмпирически, было выведено известное правило, описывающее процентное соотношение между общим числом профинансированных компаний и числом успешных – «3-3-3-1». Оно демонстрирует, что из 100% (10 компаний), 3 – окажутся убыточными, 3 – принесут минимальную прибыль, 3 – покажут высокую доходность, и только одна (10% от всех компаний) будет настолько успешна, что покроет все убытки и многократно окупит вложенные инвестиции.

 Как уже упоминалось ранее, основное отличие венчурного инвестора от стратегического, заключается в наличии у него четкой стратегии выхода (exit – в англоязычной терминологии) из произведенной инвестиции еще до ее фактического осуществления, успешное проведение которого является основной целью инвестора. Стратегия выхода планируется инвестором заблаговременно, но может корректироваться в ходе развития компании. В исследовательской традиции выделяются два наиболее распространенных типа стратегий выхода из венчурной инвестиции:

1. первоначальное публичное размещение акций компании (Initial Public Offering - IPO), которому обычно предшествует достаточно длительный процесс подготовки – от 6 до 9 месяцев;

прямые продажи, также называемые сделками по слияниям и поглощениям (M&A) – чаще всего лидируют среди выходов по своей стоимости[[4]](#footnote-4). Часто встречаются и такие типы выходов как MBO (Management buyout–выкуп менеджментом компании) и LBO (Leveraged buyout – выкуп с использованием заемных средств).

Итак, для того чтобы перейти к анализу мирового опыта венчурных инвестиций, необходимо сделать акцент на основных свойствах самого процесса венчурного инвестирования. Венчурное инвестирование предполагает осуществление высокорисковых долгосрочных вложений в акционерный капитал компании (что подразумевает отсутствие ликвидности средств) с целью получения прибыли от продажи своей доли в компании в дальнейшем, когда она достигнет достаточно высокой степени развития. Также оно заключает в себе большие возможности для развития высокотехнологических компаний с большим потенциалом роста на ранних стадиях, когда доступ к традиционным источником финансирования, например таким, как банковский кредит, им еще недоступен.

На современном этапе, несмотря на большое общеэкономическое значение венчурных инвестиций, они все еще занимают небольшую нишу, даже на самом высокоразвитом рынке прямых инвестиций – в США. Но, несмотря на это, именно они представляют на данный момент наиболее доступную альтернативу заемному финансированию. Именно по наличию большого потока инвестиций в определенный сектор экономики возможно сделать выводы о перспективности того или иного направления развития технологии. Можно с уверенностью сказать, что именно эта форма привлечения инвестиций является наиболее выгодной для компании-реципиента, так как, предыдущий опыт инвесторов всегда оказывает большую пользу компании.

Для понимания масштаба различий между объемами капитала, находящего в обороте американских и российских фондов, обратимся к доступной статистике. Совокупный объем венчурного капитала в РФ на конец 2011 года был равен 20.1 млрд. долл.[[5]](#footnote-5), а в США для сравнения, на ту же дату этот показатель составлял 196.9 млрд. долл.[[6]](#footnote-6) Такое многократное различие подтверждает начальный уровень развития венчурной индустрии в РФ, что, в свою очередь, демонстрирует большой потенциал развития этой сферы в ближайшем будущем.

## Развитие венчурного предпринимательства – мировой опыт

Венчурный капитализм как феномен, впервые появился в США в середине пятидесятых годов прошлого века. Есть много мнений по поводу того, почему это произошло именно в данной стране и в указанный период, основными из которых принято считать развитость компьютерных технологий и высокий уровень жизни среднего класса. К пятидесятым годам страна находилась на высокой стадии развития экономики, так как ее не постигли разрушительные последствия Второй Мировой Войны, от которой сильно пострадала экономика Европы.

Зародился феномен венчурного инвестирования в Силиконовой Долине – на западном побережье США, в штате Калифорния. Есть несколько знаковых имен, с которыми ассоциируется начала венчурной эпохи, в первую очередь это Артур Рок, Том Перкинс, Томми Девис, Фред Адлер, Франклин Джонсон, Билл Дрейпер, Дон Валентайн. Все эти люди зарабатывали свой капитал, руководствуясь, в первую очередь, интуицией и верой в успех бизнеса, в который они вкладывали деньги. На тот момент в США отсутствовала инфраструктура, способствующая развитию молодых компаний, поэтому инициативы, связанные с вложением средств в компании на самых ранних этапах развития, не пользовались доверием со стороны инвесторов. Не будет преувеличением сказать, что большинство крупнейших американских телекоммуникационных корпораций-пионеров компьютерного бизнеса (Cisсo Systеms, Applе Cоmputers, Sun Micrоsystems, Micrоsoft, Intel и др.)[[7]](#footnote-7)обязано своим стремительным успехом именно венчурным инвесторам, которые поверили в потенциал новых технологий, жизнеспособность которых в дальнейшем была доказана на практике и подтверждена многомиллиардными прибылями.

Одним из первых американских венчурных фондов был фонд, созданный Артуром Роком в 1961 году, размер которого составлял всего 5 млн. долл., а сумма произведенных инвестиций была менее 3 млн. долл. На тот момент его идея о возможных высоких прибылях казалась общественности слабо реализуемой, однако результат деятельности этого фонда превзошел все ожидания – инвесторам было возвращено около 90 млн. долл. Еще более впечатляющим примером является опыт Дона Валентайна, который в 1987 показал за год результат в 3 млрд. долл. на 2,5 млн. долл., проинвестированные в акции компании Cisco[[8]](#footnote-8).

Примечательно, что венчурной инфраструктуры в США не существовало достаточно долго – фактически до появления Национальной Ассоциации Венчурного Капитала (National Venture Capital Association – NVCA) в 1973 году[[9]](#footnote-9), которая послужила институциональным индикатором начала эры венчурного капитализма. Данная организация успешно существует и в настоящее время, осуществляя поддержку венчурных инвесторов и компаний, нуждающихся в венчурных инвестициях. Экономика США всегда была лидирующей по объему венчурных инвестиций, и в настоящее время она не сдает свои позиции.

Другой институт, который появился вследствие развития рынка венчурных инвестиций – это Система автоматической котировки Национальной ассоциаций дилеров ценных бумаг США (NASDAQ), которая появилась по инициативе фондовых дилеров. Изначально эта площадка появилась для реализации потребностей новых компаний в проведении первичного размещения акций (Initial public offering – IPO), однако позже на ее базе стал осуществляться более широкий круг операций.

 С 1958 года в США существует Программа по инвестициям в малый бизнес (Small Business Investment Companies – SBIC), в рамках которой осуществляется частно-государственное партнерство по поддержке малых, высокотехнологичных компаний. При сотрудничестве SBIC с Администрацией малого бизнеса (Small Business Administration – SBA), созданной в 1953 году, малым компаниям предоставляются инвестиции, долгосрочные займы, а также консультационная поддержка проектов в сфере малого бизнеса. Позже, в 1982 году в США была запущена еще одна крупномасштабная программа по поддержке малого бизнеса – SBIR. В целом, значимость государственной инициативы для становления венчурной индустрии действительно велика, но, несмотря на это, успех венчурного бизнеса в США обусловлен целым рядом факторов, каждый из которых является по-своему важным.

Как уже упоминалось ранее, венчурный бум в США имеет под собой много оснований. Однако, едва ли не самой главной отличительной чертой этого процесса, особенно на начальной стадии, является его естественный, рыночный характер, присущий большинству экономических процессов в высокоразвитых капиталистических экономиках. В других странах, в том числе и в Европе, появление венчурного механизма было инициировано государственными институциями. Возможно, одним из ключей к успеху американской венчурной модели как раз и являлась имманентность процессов, происходящих в ее пределах, что подразумевает органичный характер их реализации.

В Европе интерес к венчурному инвестированию появился гораздо позже чем в США – в восьмидесятых годах XX века. До этого времени существовали единичные примеры успешных венчурных инвестиций, но характер индустрии это направление приобрело позднее. Развитие венчурного направления в Европе происходило на основе заимствования и аккумулирования почти тридцатилетнего опыта США, поэтому процесс становления отрасли происходил очень стремительно. Благодаря успешной адаптации американского опыта, Европе удалось достаточно быстро и эффективно сформировать успешную венчурную систему, которая базировалась на идентичных с США институтах: Европейской ассоциации прямого инвестирования и венчурного капитала (EVCA),основанной в 1983 году, и Системе автоматической котировки Европейской ассоциации биржевых дилеров (EASDAQ),которые выполняли задачи идентичные поставленным перед аналогичными американскими организациями. У этой биржи, также как у ее американского прототипа, не существует торговой площадки, и все торги, с момента запуска платформы в 1996 году, осуществляются исключительно в электронном виде.

Позже венчурные инвестиции стали эффективно применяться не только в Европе, но и в других странах, в том числе в Китае, Японии, Южной Корее, Австралии, Сингапуре. В рамках данного исследования хотелось бы рассмотреть два примера, наиболее ярко демонстрирующих эффективность действия венчурного механизма – это, в первую очередь, Израиль и Финляндия[[10]](#footnote-10).

Одной и самых успешных моделей быстрой переориентации экономики на инновационную модель является пример Израиля. В рамках программы Yozma, начавшей свою деятельность в 1993 году и курируемой Министерством промышленности и торговли Израиля, был создан государственный «фонд фондов», с последующим созданием 10 фондов с участием государства. Основным залогом успеха программы было заимствование опыта у США и Европы, в рамках обязательного наличия иностранного партнера у фондов Yozma. За год были сформированы все 10 фондов, сумма чистых инвестиций в которые составила 156 млн. долл., а в дальнейшем капитал дочерних фондов Yozma достиг отметки в 2,9 млрд. долл. Успешность избранной стратегии была очень быстро доказана, так как инновационная активность в стране резко возросла и спровоцировала резкий рост экспорта высокотехнологичной продукции.

Что касается Финляндии, то в этой стране также была сформирована очень эффективная система взаимодействия государства и бизнеса, направленная на оказание поддержки инновационным компаниям посредством венчурных и прямых инвестиций через фонды. В 1967 году был создан Национальный фонд исследований и развития Финляндии[[11]](#footnote-11) (SITRA), находящийся в ведении Парламента Финляндии. В целом, финская модель значительно отличается от американской, что свидетельствует о невозможности неадаптированной экстраполяции успеха, достигнутого в одной стране, на другие регионы без учета экономической специфики. Характерной чертой деятельности SITRA является стратегическая направленность на финансирование компаний на самых ранних стадиях развития. Эта программа основывается на мощной государственной поддержке Финского национального фонда исследований и развития, который работает в рамках государственной программы, курируемой Парламентом страны. Основой программы является венчурный фонд, который предоставляет финансирование компаниям предпосевной и посевной стадий, после чего через 3-5 лет продает свою долю в компаниях частным инвесторам.

 Наблюдения, приведенные выше, позволяют сделать вывод о том, что механизм венчурного инвестирования США явился прообразом и моделью формирования венчурной индустрии во многих странах. Особенности российской модели будут детально рассмотрены в следующих главах. Американский и европейский опыт репродуцируется в РФ, по этой причине институты, аналогичные западным, уже созданы или находятся на этапе формирования и в нашей стране, к примеру, Российская Ассоциация Венчурного Инвестирования (РАВИ) и площадка Рынка Инноваций и Инвестиций (РИИ) на Московской Бирже.

В последние годы венчурная индустрия во многих странах стала развиваться особенно быстрыми темпами. Одной из причин является возрастающее недоверие многих инвесторов к системе функционирования финансовых рынков и банковских институтов, которые уже неоднократно демонстрировали свою недостаточную гибкость и несостоятельность в кризисных ситуациях. Отличительной чертой венчурных инвестиций является то, что они осуществляются непосредственно в реальный, производящий сектор экономики, что подразумевает определенную степень защиты он непредсказуемых колебаний финансовой конъюнктуры. Важно отметить, что степень развития венчурной индустрии сильно влияет на общий уровень экономического развития страны, наблюдается тенденция к кластеризации на макроуровне, так как венчурный бизнес оказывает большое влияние и на другие индустрии.

## Основные формы и типы венчурного капитала

### Рынок неформального венчурного капитала

Поддержка компаний через неформальные венчурные инвестиции осуществляется благодаря индивидуальным венчурным инвесторам, которые вкладывают в развитие бизнеса свои личные средства. Неформальный венчурный капитал имеет особенно большое значение на первых стадиях развития компании (pre-seed и seed), когда у компании нет потребности в большом объеме инвестиций. По значимости капитал индивидуальных венчурных инвесторов занимает третье место после собственных средств предпринимателей – инициаторов создания компании, и источников финансирования, предоставляемых друзьями и родственниками[[12]](#footnote-12) (в английской терминологии их часто называют 3F – friends, family and fools , что переводится как «семья, друзья и дураки»).

Необходимо дать определение рынку неформального венчурного капитала, чтобы в дальнейшем избежать терминологических сложностей. Одно из определений, наиболее соответствующих целям настоящего исследования является следующее: рынок неформального венчурного капитала – это особая форма реализации венчурного капитала посредством его предоставления индивидуальными венчурными инвесторами, инновационным компаниям, имеющим значительный потенциал роста[[13]](#footnote-13). Таким образом, становится очевидно, что роль этого типа капитала очень велика, так как он заполняет нишу, которая возникает между первыми этапами развития компании и уже более зрелыми этапами, на которых степень рисковости проекта значительно снижается, и проект становится потенциально интересен институциональным венчурным инвесторам. Под термином индивидуальный венчурный инвестор подразумевается физическое лицо, предоставляющее из личных средств среднесрочные и долгосрочные прямые инвестиции инновационным компаниям, находящимся на ранних этапах своего развития.

Одной из отличительных черт индивидуального венчурного инвестирования является высокая степень вовлеченности самих инвесторов в деятельность инвестируемой компании.

Индивидуальные венчурные инвесторы, часто называемые бизнес-ангелами (от англ. business angels) преследуют помимо финансовой цели – извлечение прибыли от выгодной продажи своей доли в компании через какой-либо промежуток времени, еще и личные – они стремятся поделиться накопленным опытом, знаниями и управленческими компетенциями с предпринимателями – основателями инвестируемой компании. Только в исключительных случаях бизнес-ангелы остаются пассивными инвесторами, так как по статистике более 80% бизнес-ангелов активно участвуют в управлении профинансированными компаниям[[14]](#footnote-14) .

Установить точный размер сектора индивидуальных венчурных инвестиций по странам очень сложно из-за недостатка статистических данных. Информация по большинству подобных сделок не раскрывается, однако, по разным оценкам, есть информация, что в Европе и США объем средств, привлеченных со стороны бизнес-ангелов как минимум в 2 раза превышает объем средств, привлеченных от различных институциональных инвесторов, включая венчурные фонды.

Несмотря на то, что венчурный бизнес в каждый стране имеет собственные отличительные черты, по итогам многочисленных исследований было установлено, что бизнес-ангелы практически во всех регионах обладают похожими характеристиками. При этом, необходимо отметить, что для России феномен индивидуального венчурного инвестирования все еще не является массовым явлением из-за недостаточного уровня развития этой индустрии.

Рассматривая «портрет» бизнес-ангела, можно заметить, что чаще всего среди индивидуальных венчурных инвесторов встречаются успешные предприниматели, которые хорошо знают свой сегмент рынка и готовы делиться управленческими навыками. Однако в настоящее время наблюдается тенденция к увеличению доли представителей топ-менеджмента крупных международных компаний среди венчурных инвесторов. По данным международных исследований, их средний возраст колеблется от 45 до 65 лет и до 99% из них составляют мужчины [[15]](#footnote-15).

В связи с существование различных типов неформального венчурного капитала необходимо четко обозначить различия между индивидуальными венчурными инвесторами и институциональными:

* в длительности процедуры оценки проекта – индивидуальный венчурный инвестор, в отличие от институционального достаточно быстро осуществляет экспертизу проекта, процесс проведение переговоров, также занимает гораздо меньше времени;
* в размере доли вхождения в компанию – индивидуальный инвестор обычно вкладывает меньше и его доля редко достигает 25% акций, в то время как институциональным инвесторам свойственно приобретать более крупный пакеты акций;
* в ЕС и США индивидуальные инвесторы предпочитают вкладывать средства в высокотехнологичные компании, в то время как институциональные инвесторы готовы инвестировать в любые отрасли, их основным критерием являет большой потенциал роста компании;
* в специфике инвестиционной мотивации – индивидуальными инвесторами помимо коммерческих, движут и некоммерческие мотивы, в то время как институциональных интересует только финансовая выгода;
* в статусе – индивидуальные венчурные инвесторы всегда являются физическими лицами, в то время как институциональные являются юридическими;
* в характере инвестируемых средств – индивидуальный инвестор производит финансирование компании личными средствами, в то время как институциональный инвестирует средства физических и/или юридических лиц.

При сравнении степени распространенности неформального венчурного инвестирования в России и США, становится очевидно, что в нашей стране это направление до сих разработано недостаточно. Причины такого дисбаланса кроются в ряде проблем. Венчурные инвестиции еще не получили должного распространение в РФ в силу того, что для многих инвесторов они не представляются приоритетной альтернативой перед более привычными формами инвестиций, например в недвижимость или акции сырьевых компаний. Другим препятствием на пути неформальных венчурных инвесторов является недостаток предпринимательской культуры основателей компаний, претендующих на инвестиции, а также, как это ни печально, малое количество перспективных проектов, которые могут быть успешно развиты. Очень многие проекты не получают должного развития и остаются на этапе интеллектуального сырья, и по этой причине не трансформируются в перспективные компании. Помимо этого существует также немало сложностей, связанных с лицензированием и патентованием, которые также негативно сказываются на рынке неформального венчурного инвестирования.

Другая группа проблем затрагивает слабую степень развития инфраструктуры неформального венчурного капитала в России, по сравнению с США, и, в частности, индивидуальных венчурных инвестиций. Малое количество сетей и объединений (наиболее известные организации: НАБА – Национальная Ассоциация Бизнес-ангелов, СБАР – Сообщество бизнес-ангелов России и РАВИ – Российская Ассоциация Венчурного Инвестирования) лишает бизнес ангелов возможности системного взаимодействия и обмена опытом, с целью расширения своих компетенций и сферы деятельности.

Обобщая выводы по рынку неформального венчурного инвестирования необходимо отметить, что этот сегмент сильно страдает от недостатка консолидированной информации, что пагубным образом сказывается на привлекательности сегмента для новых инвесторов, входящих в индустрию. Очевидно, что сектор бизнес-ангельских инвестиций является особенно закрытым, и, именно поэтому важно в будущем сделать его более прозрачным, чтобы дать возможность доступа к релевантным статистическим данным по отраслям и объединить разобщенную информацию по сделкам различных секторов.

### 1.3.2. Корпоративное венчурное инвестирование

Стремление к постоянной модернизации является неотъемлемой чертой деятельности современной корпорации. Чтобы не потерять конкурентоспособность, компании необходимо своевременно внедрять новые технологии, совершенствовать производственный процесс или расширять ассортимент предоставляемых услуг и производимой продукции. Однако, учитывая размеры современных корпораций, становится очевидным, что внедрение инноваций в таких негибких структурах бывает затруднено. Именно поэтому в рамках самих корпораций создаются подразделения, развивающие направление НИОКР или осуществляется инвестирование во внешние инновационные проекты в форме стратегических инвестиций.

В этой связи возникает одна очень важная проблема: большинство инновационных проектов часто являются убыточными с точки зрения оценки денежных потоков[[16]](#footnote-16), однако в перспективе успешные инновационные проекты приносят большие прибыли корпорации. Наилучший подход, который оправдывает инвестиции в инновационные проекты – это трактовка инвестиционных затрат на НИОКР как стратегических инвестиций в развитие корпорации. Таким образом, компании, которая хочет инвестировать в НИОКР и осуществлять поддержку инноваций, приходится совмещать и координировать в рамках общей корпоративной инвестиционной стратегии финансовую и инновационную стратегию.

Компании при создании инвестиционного портфеля всегда важно соблюдать баланс, т.к. очевидно, что инвестиции в прорывные инновационные проекты увеличивают общий риск. Именно поэтому были созданы специальные инструменты, которые помогают найти компромиссное решение между хорошим уровнем доходности и повышенным уровнем риска инвестиционного портфеля. Корпоративное венчурное инвестирование как раз и является одним из популярных инструментов, используемых корпорациями.

Чаще всего под корпоративным венчурным инвестированием (далее – КВИ) подразумевается деятельность корпоративного венчурного фонда (КВФ), который функционирует по принципу обычного венчурного фонда внутри корпорации. Спецификой функционирования является то, что КВФ могут инвестировать как в проекты внутри компании (внутренние венчуры), так и во внешние проекты. Зачастую осуществление «выхода» из такого рода инвестиций в силу их стратегического характера бывает очень затруднительно.

По той причине, что КВИ осуществляется компаниями в первую очередь в целях получения новых технологий и усовершенствования технологического процесса, оно рассматривается как часть инновационной стратегии. Финансовая сторона в этих проектах является не менее важной. Реализация КВИ параллельно открывает компании много новых возможностей, связанных с уменьшением затрат на покупку новых технологий, снижением рисков по разработке технологии и т.д. Наличие большого количества преимуществ объясняет перспективность этого направления венчурного инвестирования для крупных корпораций.

По мнению многих экспертов КВИ имеет большие перспективы развития в России, из-за присутствия многих крупных корпораций на рынке и наличия достаточного объема инвестиционных ресурсов[[17]](#footnote-17). Несмотря на это, на настоящий момент данное направление является еще не достаточно разработанным для того, чтобы можно было судить об успехе данной модели на российском рынке. В то же время есть несколько очевидных сложностей, которые наблюдаются в этой сфере как в России и за рубежом:

* недостаточная гибкость управления и процессуальная сложность в принятии решений внутри корпорации препятствуют эффективному управлению венчурными инвестициями;
* недооценка специфики венчурных проектов, которым свойственна высокая рисковость;
* ожидание хороших результатов в короткие сроки – бизнес планирование корпорации обычно имеет две стратегии: краткосрочную и долгосрочную, краткосрочная часто берется за основу при планировании бюджета. Сложность заключается в том, что КВФ в краткосрочной перспективе не имеют возможности продемонстрировать внушительные результаты, чем провоцируют массу нареканий.

В целом, механизм КВИ несет в себе большой потенциал для инновационного развития корпораций, однако эффективное его использование возможно только при условии качественного управления КВФ. Особенно важно, в рамках КВИ, уделять внимание развитию венчурных фирм, действующих внутри самой корпорации, так называемых «внутренних венчуров».

### 1.3.3. Модель функционирования венчурного фонда

Несмотря на существование большого разнообразия форм и способов осуществления венчурных инвестиций, наиболее известным и прозрачным механизмом является венчурный фонд. Эта модель впервые была использована в США, но на данный момент получила широкое распространение и используется по всему миру.

Венчурный фонд является местом аккумулирования венчурного капитала, именно в нем первичные денежные средства, поступающие из множества источников, трансформируется в венчурный капитал. Классический венчурный фонд, из-за наличия достаточного количества ресурсов под управлением открывает больше возможностей для инвестирования и позволяет инвестировать в крупные инновационные проекты.

Основные принципы функционирования венчурного фонда состоят в следующем:

* Средства инвесторов, принявших участие в создании фонда, объединяются в рамках фонда, с целью достижения минимизации рисков.
* Управление средствами фонда отдается в ведение профессиональной управляющей компании (УК), которая играет посредническую роль между портфельными компаниями фонда и инвесторами.
* Основной коммерческой задачей фонда является увеличение капитализации компаний, получивших финансирование, с целью получения прибыли при продаже своих долей в компании по итогам произведенных инвестиций.

Важную роль в процессе инвестирования играет участие УК фонда в развитие профинансированной компании – в англоязычной терминологии этот феномен принято называть «living with a company». Такого рода участие осуществляется через портфельного менеджера, который входит в совет директоров компании и контролирует процесс управления. Заинтересованность УК в эффективном управлении деятельностью фонда заключается в получении процента от прибыли фонда, который обычно фиксируется в размере 20-25%.

На практике венчурные фонды чаще всего создаются на ограниченный срок (5 – 10) лет). В этом случае прибыль распределяется между инвесторами по факту окончания функционирования фонда. Однако существуют и так называемые «вечнозеленые фонды» (evergreen funds), срок деятельности которых не регламентирован. Решение по окончанию деятельности фонда с неограниченным сроком обычно принимается инвесторами коллегиально. Существуют более узкоспециализированные виды фондов – фонды выкупа (buyout funds) и фонды мезонинного финансирования (mezzanine funds). Фонды выкупа имеют своей целью получение контроля над компанией, для чего производят выкуп контрольного пакета акций, а мезонинные фонды занимаются финансированием компаний на стадии выхода на фондовый рынок.

Что касается функций сотрудников УК фонда, то существует три основных уровня полномочий внутри компании: партнер, управляющих директор и аналитик. Партнер обычно занимается управлением портфельными компаниями и принимает участие в прибыли, задача управляющего директора заключается в осуществлении эффективного взаимодействия с управляющими компаниями и подготовке необходимых документов. Задача аналитика состоит в мониторинге рынка и анализе секторов деятельности портфельных компаний. Последнее слово при принятии инвестиционного решения обычно остается за инвестиционным комитетом (ИК), который состоит из экспертов – венчурных капиталистов с большим опытом работы в отрасли (См. Приложение 1).

### 1.3.4 Модель государственно-частного партнерства в рамках венчурной индустрии

Государственная поддержка, как уже отмечалось ранее, имеет очень большое значение для формирования венчурной индустрии в любой стране. Более того, в истории венчурного предпринимательства не существует ни одного представительного примера, когда бы венчурный механизм эффективно функционировал без своевременного вмешательства государства. Поддержка государства служит своего рода гарантом стабильности для инвесторов, она способна качественным образом изменить бизнес-климат в стране и способствовать привлечению инвесторов. Таким образом, для проведения эффективной инновационной политики необходимо найти компромиссную форму сотрудничества государства и бизнеса, в рамках которой эти два фактора могли бы плодотворно взаимодействовать. Одной из таких форм, доказавших свою практическую применимость, является государственно-частное партнерство (ГЧП).

Существует большое разнообразие форм ГЧП (в английской терминологии Public Private Partnership, PPP), выбор которых обычно регламентируется такими факторами как соотношение распределения рисков и опыт, частной компании, необходимый для сотрудничества с государством. Распределение сфер ответственности в рамках ГЧП происходит таким образом, что государство сохраняет за собой право собственности на финансируемый объект, а частный сектор получает прибыль от участия в проекте в обмен на получение одного из типов финансирования.

Основным преимуществом ГЧП является равная заинтересованность сторон – и государства и частного бизнеса, в успехе начинания. Другим ключевым преимуществом является разделение рисков – этот фактор также является определяющим для многих инвесторов.

Обычно выделяют две основных модели сотрудничества государства и частного бизнеса:

* Модель «фонда фондов», подразумевает формирование венчурного фонда с государственным участием, на средства которого создаются более мелкие, специализированные фонды. Эта модель доказала свою эффективность в ряде стран, к примеру в Израиле и Финляндии и продолжает широко применяться, особенно в тех странах, где наблюдается большая степень вмешательства государства в экономику. В настоящее время в России этот механизм осуществляется через государственный «фонд фондов» ОАО РВК.
* Модель «пилотного региона» имеет два вида – она может быть ориентирована на передовой, высокоразвитый регион, либо наоборот – на регион, который характеризуется наличием ряда серьезных экономических проблем. В первом случае, из-за высокой конкуренции, будет происходить экспансия венчурного капитала в другие, менее развитые регионы (Ломбардия в Италии, Каталония в Испании), а во втором наоборот – сам регион будет иметь стимул к активному развитию из-за большого притока капитала (Тулуза во Франции, Сардиния в Италии)

Ранее уже приводились примеры из истории венчурного капитализма, демонстрирующие на опыте США, Израиля и Финляндии жизнеспособность концепции сотрудничества государства и частных инвесторов. Теперь важно подробнее рассмотреть, как именно этот механизм функционирует в России.

Юридической основой функционирования механизма ГЧП в России является Федеральный закон «О концессионных соглашениях»[[18]](#footnote-18), однако и до этого был ряд проектов, подходящих под данную классификацию, например создание Венчурного инновационного фонда (ВИФ) в 2000 году под эгидой Министерства науки и технологий РФ. Другой инициативной было создание Российского инновационного фонда информационно-коммуникационных технологий (РИФИКТ), сформированного под контролем Министерства связи и массовых коммуникаций, однако из-за кризиса результаты деятельности фонда сложно назвать внушительными.

На настоящий момент в РФ среди существующих примеров наиболее масштабным является ОАО «Российская Венчурная компания», государственная корпорация, институт развития Российской Федерации, созданный в 2007 году. Основные задачи этого государственного образованием следующие[[19]](#footnote-19):

* Поддержка элементов инновационной экосистемы РФ;
* Формирование комфортных условий для ведения инновационного бизнеса;
* Обеспечение поддержки венчурного предпринимательства

По своей структуре ОАО «РВК» является фондом фондов, в рамках которого осуществляется распределение средств в 12 фондов, созданных при поддержке «РВК», где принимают участие также и другие инвесторы. Помимо этого осуществляется множество проектов по созданию необходимой инновационно-венчурной инфраструктуры в регионах РФ и улучшению инвестиционного климата в рамках страны. Примечательно, что финансовое участие «РВК» в фондах, с ее участием должно ограничиваться 49% – стальные средства должны предоставляться частными венчурными инвесторами. Венчурные фонды с государственным участием – фонды «РВК» в российской юрисдикции имеют юридическую форму ЗПИФ ОРВИ (закрытый паевой инвестиционный фонд особо рискованных венчурных инвестиций). Важно отметить, что еще одной важной функцией РВК является отбор управляющих компаний фондов, который производится на конкурсной основе.

На данном этапе приходится признать, что, несмотря на многочисленные усилия государства по поддержке венчурной индустрии – совокупные объемы поддержки все еще недостаточно велики, чтобы играть значимую роль в масштабах экономики РФ. По данным на январь 2013 года, совокупный объем средств проинвестированных фондами РВК в инновационные компании (139 компаний) составил 12,1 млрд .руб.[[20]](#footnote-20)

Сформировавшийся механизм функционирования ГЧП в РФ является достаточно зрелым по своей структуре, но тем не менее, требует определенной доработки. Важно найти баланс в соотношении количества государственных и частных активов на венчурном рынке. К тому же, необходимо помнить, что механизмы государственной поддержки венчурных инвестиций могут успешно функционировать только совместно с рыночными механизмами, которые должны формироваться независимо, посредством спроса инновационных компаний на инвестиции и, соответственно, рыночным предложением инвестиций. Первоочередной задачей государства, помимо создания фондов, в рамках ГЧП и выделения средств на венчурную деятельность, является стимулирование спроса крупных корпораций и потенциальных «покупателей» инноваций, без которого механизм поддержки инноваций и цепочка венчурного инвестирования будет лишена последнего, самого важного звена.

## Роль механизма венчурного инвестирования в формировании Национальных Инновационных Систем

Концепция Национальных инновационных систем (НИС) относительно молода – она была окончательно сформулирована Б.-А. Лундваллом в 1992 году[[21]](#footnote-21). Основные положения концепции базируются на ряде новейших экономических подходов. Сущностно, НИС представляет из себя совокупность взаимосвязанных организаций (структур), осуществляющих производство и коммерциализацию научных знаний и технологий в пределах национальных границ [[22]](#footnote-22). Существует другое определение НИС, как комплекса финансовых, правовых, и социальных институтов, обеспечивающих происходящие внутри страны процессы и имеющих прочные национальные корни, традиции, политические и культурные особенности[[23]](#footnote-23). Отставание России по многим показателям технологического развития обусловлено недостаточной степенью развитости НИС и, в том числе, механизмов венчурного инвестирования. Основными причинами можно считать следующие:

1. отсутствие рыночного опыта инновационного менеджмента среди малых предприятий – до недавнего времени внедрение большинства новшеств в технологический процесс происходило директивно;
2. недостаточное количество малых предприятий в технологичных отраслях, которые, в свою очередь, и должны являться основным двигателем инновационного процесса;
3. тенденция к миграции квалифицированных технических специалистов за пределы страны, которая негативно сказывается на конкурентоспособности экономики.

В связи с современным состоянием НИС в России, необходимо обратиться к концепции инновационного потенциала – как способности идей, продуктов и технологий создавать новые ценности, которая проявляется в конкретных бизнес-процессах лишь под воздействием заинтересованности собственников и грамотного управления людьми [[24]](#footnote-24).Перспективы инновационного развития в России во многом зависят от того, насколько оперативно будет отлажен механизм внедрения новых технологий в производства и коммерциализации научных разработок. Проблемы в этой сфере обусловлены тем, что в течение советского периода рыночные стимулы не служили достаточно сильной мотивацией к структурным переменам, а разработка и внедрение технологий происходило исключительно по государственному заказу. Как следствие, в РФ наблюдается низкий уровень использования инновационного потенциала, так как реализация и внедрение инноваций очень затруднительны. Доля инновационного производства в ВВП остается низкой, что является одной из причин, почему страна сохраняет свою сырьевую экспортно-ориентированную направленность. Необходимо выделить несколько ключевых причин, которые определяют низкий уровень инновационной активности в Российской Федерации:

1. В РФ, из-за недостаточного уровня конкуренции в инновационной сфере наблюдается высокая степень монополизации, что негативно сказывается на стимулах к осуществлению инноваций.
2. Несмотря на высокую приоритетность инновационных направлений, фактически можно наблюдать большую степень диспропорции в сторону расширения сырьевого экспорта, что не оказывает положительного воздействия на инновации.
3. Повышенное государственное вмешательство препятствует формированию рыночных стимулов и механизмов внедрения инноваций, ограничивая естественное эволюционное развитие отрасли.

Венчурное инвестирование – это один из важнейших вспомогательных механизмов, на которых базируется Национальная Инновационная Система. Его правильное использование напрямую способствует развитию и внедрению инноваций в экономику. Будучи наиболее гибким механизмом поддержки и финансирования молодых компаний и стартапов, он должен быть отлажен, чтобы осуществление венчурных инвестиций происходило максимально эффективно.

Учитывая специфику текущей политической и экономической ситуации в РФ, нельзя полагаться на то, что стимулирование развития венчурной индустрии может происходить без государственного вмешательства. На данном этапе такого рода вмешательство является необходимым, однако рыночные механизмы поддержки инноваций, в том числе спрос на высокие технологии и высокотехнологичную продукцию, должны хотя бы частично формироваться естественным образом, чтобы в дальнейшем венчурная отрасль постепенно переходила на полное рыночное саморегулирование.

Описывая роль венчурного механизма в рамках НИС, нельзя не обозначить важность венчурного инвестирования на макроуровне. Создание необходимой венчурной инфраструктуры происходит неотъемлемо от создания инновационной инфраструктуры, построение которой имеет значимые экономический и социальный эффекты. На примере многих стран, в том числе Финляндии или Израиля, можно проследить какого масштаба положительное воздействие на экономику страны может иметь грамотно построенный в рамках страны венчурный механизм. Немаловажное значение играют и инфраструктурные решения, такие как бизнес-инкубаторы, акселераторы и технопарки, которые также напрямую способствуют глобальной экономической трансформации региона в инновационно-ориентированный.

# Опыт США и РФ – различия и общие черты использования механизмов венчурного инвестирования

Целью данной главы является выделение отличительных особенностей развития венчурной индустрии в США и России. Для понимания перспектив развития отрасли в будущем необходим анализ современного состояния российской венчурной индустрии.

 В задачи автора не входит проведение параллельного сравнения венчурных отраслей США и России, по той причине, что это сравнение не является корректным в силу различности этапов развития венчурного капитализма в этих странах. С помощью данного анализа, стоит цель выделить отличительные особенности, сильные и слабые стороны каждой из систем, чтобы обозначать перспективные направления и спрогнозировать оптимальные пути развития венчурной отрасли в России.

## 2.1. Развитие венчурного бизнеса в РФ

Началом развития венчурного механизма в РФ можно считать 1993, так как именно в этот период в регионах были созданы первые фонды прямых инвестиций (11 фондов)[[25]](#footnote-25) под управлением Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). По направлению своей деятельности эти фонды имели мало общего с инновациями и высокорисковым, венчурным инвестированием: в основном средства ЕБРР инвестировались в традиционные для российской экономики направления – аграрную и добывающую отрасли. В этом случае можно считать термин «венчурные» оправданным в контексте инвестиций того периода, так как для иностранных инвесторов вложения в экономику РФ в девяностые годы имели действительно массу рисков, в том числе и политических.

 Интерес к инвестированию в Россию проявляла и Международная финансовая корпорация (IFC), входящая в группу Мирового банка, приоритетным направлением деятельности которой являлось инвестирование в частный сектор в странах с переходной экономикой. Другим знаковым игроком на инвестиционном рынке того периода был Инвестиционный фонд Россия-США (The U.S. Russia Foundation – USRF), сумма инвестиций которого составила 440 млн. долл.[[26]](#footnote-26)

 Историю развития венчурной индустрии в России можно разделить на следующие периоды: первый этап (1993 – 2000 гг.), второй этап (2000 – 2005 гг.) и третий этап, начавшийся в 2006 году.

На первом этапе в России происходило создание базовых элементов венчурной системы, основной целью которой было финансирование НИОКР. Именно в этот период в страну пришли первые, сначала зарубежные, а затем и частные инвестиции, о чем уже упоминалось выше. Второй этап заложил фундамент инновационной инфраструктуры и первых институтов, имеющих целью поддержку инновационных компаний, совместно с частными инвесторами. И, наконец, третий этап, который продолжается и в настоящее время, обозначил активный период создания инновационной инфраструктуры, запуска крупных государственных корпораций, организации фондов.

Переломным моментом в формировании венчурной индустрии в РФ стал кризис 1998, который пагубный образом сказался на инвестиционном имидже России и спровоцировал резкое снижение потока иностранных инвестиций в страну.

 Результаты деятельности фондов на первом этапе становления венчурной системы в РФ принято считать неэффективными, по причине отсутствия надлежащей нормативно-правовой базы, соответствующей инфраструктуры и надлежащего уровня общей предпринимательской культуры в стране.

 Важной вехой развития институтов венчурного финансирования стало создание РАВИ (1997 год), которое во многом имело целью решение возникших инфраструктурных проблем глобального характера.

 С 1999 года поддержка венчурного механизма начинает осуществляться на государственном уровне – постановление Правительства РФ от 31.12.1999 № 1460 «О комплексе мер по развитию и государственной поддержке малых предприятий в сфере материального производства и содействию их инновационной деятельности» предусматривает мероприятия по поддержке, в том числе и венчурной отрасли.

 С 2000 года под эгидой РАВИ организуются ежегодные Российские венчурные ярмарки, которые являются площадками для взаимодействия компаний-стартапов и потенциальных инвесторов.

Важным этапом в формировании системы венчурного финансирования стало внедрение механизма частно-государственного партнерства в венчурную систему – создание в 2006 году ОАО «РВК», действующую по принципу «фонда фондов», за основу которой была принята израильская программа Yosma. После внедрения именно этой государственной инициативы уже нельзя говорить о недостаточном развитии венчурной инфраструктуры.

Развитие правовой базы венчурной деятельности также происходило постепенно, и на данный момент можно выделить два основных блока (См. Приложение 2):

* законодательная база, регламентирующая инвестиционную деятельность в рамках венчурного финансирования;
* правовая база инновационной деятельности.

###### Важно отметить, что создание венчурной индустрии в России инициировалось искусственным образом и продолжает поддерживаться и стимулироваться государством. Как уже упоминалось ранее, во многих странах, где венчурная индустрия уже получила достаточное развитие, на первых этапах сценарий ее развития был во многом похож на российский. В связи с этим кажется важным обратиться к рекомендациям ООН в этой сфере[[27]](#footnote-27).

Во-первых, в документах ООН особенный акцент делается на том, что цели инвестиционной поддержки инновационной деятельности должны быть реалистичны и конкретны. Во-вторых, в рекомендациях выделяется, что историческая ретроспектива развития инноваций в стране оказывает огромное влияние на перспективы развития этого направления в будущем. И, что является ключевым для понимания проблем венчурной индустрии в РФ, в данном документе подчеркивается, что использование государственных программ по поддержке венчурной индустрии является эффективным только в том случае, если оно является вспомогательным элементом к рыночным механизмам, способствующим развитию венчурной индустрии, что на данный момент не соответствует современным российским реалиям.

Обращаясь к анализу венчурного механизма деятельности компаний на современном этапе, необходимо отметить, что динамика роста государственных инвестиций, которые должны выполнять роль институционального магнита, превысила динамику частных инвестиций. Одной из ключевых проблем современной российской модели развития венчурной индустрии, которая реализуется на государственном уровне (ОАО РВК), как раз и является дисбаланс между государственным и частным капиталом, который должен быть оперативно ликвидирован. Временный недостаток частных инвестиций в России пока успешно замещается государственными инвестициями, однако для эффективный реализации глобальной стратегии построения инновационной экономики необходимо создать устойчивый рынок как частного российского, так и зарубежного венчурного капитала.

## 2.2 Становление венчурной индустрии в США

История венчурного бизнеса в США насчитывает пол столетия, в то время как в России венчурный бизнес существует немногим более 15 лет. В США за длительный период существования индустрии неоднократно происходили кризисы – 1969, 1977, 1985 годы[[28]](#footnote-28). Были и периоды стремительного подъема – 2000 год и период интернет бума. Неоспоримым остается тот факт, что венчурная экосистема, также как и любая саморегулирующаяся, автономная система никогда не стояла на месте, она развивалась и до настоящего момента продолжает эволюционировать, адаптируясь к изменяющимся рыночным условиям.

Хронология развития венчурного бизнеса в США была приведена в предыдущих главах, поэтому сейчас хотелось бы более подробно остановиться на ключевых составляющих успеха венчурной модели США. От современной венчурной системы в РФ ситуация в США отличается большей динамичностью и гибкостью своего развития – формы и модели развития этой индустрии не являются статичными.

Одной из специфических черт венчурной индустрии США является тот факт, что венчурная сфера исторически была открыта для всех типов капитала, в том числе и средств пенсионных фондов, которые являются крупнейшими игроками на финансовом, в частности венчурном рынке США, по той причине, что в их аккумулируются большие объемы средств. В России же, напротив, инвестирование пенсионных средств из накопительной части пенсии в венчурные фонды запрещено законом (№ 111-ФЗ, ст.26). Подобные ограничения в законодательстве США также присутствовали, однако в 1978 году ситуация изменилась и пенсионным фондам стало разрешено инвестировать до 5% средств в венчурные проекты. Инициативы по инвестированию пенсионных средств в венчурные фонды уже неоднократно выдвигались в России, в том числе и представителями Институтов Развития РФ (РВК и РОСНАНО), однако на данный момент большого прогресса в отношении изменения законодательства в этой области не наблюдается.

В связи с тем, что потенциально на венчурном рынке США было много источников финансирования, обладающих разным количеством ресурсов, для каждого типа капитала сформировались свои ниши. Так, например, для малых объемов капитала (бизнес-ангельское финансирование) предпочтителен сектор стартапов на начальных стадиях развития, а венчурным фондам исторически были наиболее интересны сделки на поздних стадиях (расширение бизнеса).

Важно подчеркнуть, что в последние годы в США наблюдается смещение тренда среди венчурных инвесторов в пользу поддержки компаний на более поздних этапах развития, а также присутствует тенденция к укрупнению институциональных инвесторов венчурного капитала, что значительно повышает средний уровень инвестиций в проект.[[29]](#footnote-29) Это может привести к возникновению дефицита инвестиций на ранних стадиях развития компаний. И в России наблюдается похожая тенденция – на данный момент сегмент посевного финансирования компаний не достаточно развит, т.к. он не вызывает большого доверия со стороны инвесторов.

Анализ динамики венчурного рынка США за последние 5-7 лет позволяет сделать вывод о том, что в целом рынок характеризуется достаточной стабильностью (исключая последствия кризиса 2008 года). За период с 2005 по 2011 год, по данным Dow Jones Venture Source, 2012, наименьшее количество венчурного капитала было инвестировано в посткризисном 2009 году (24, 1 млрд. долл.), а наибольшее – в 2007 (34,3 млрд. долл)[[30]](#footnote-30). В 2011 году в США сумма реализованных венчурных инвестиций составила 32,5 млрд. долл., что является свидетельством полного выхода индустрии из кризиса.

Одним из важнейших трендов по данным отчета «Global venture capital insights and trends report, 2011» является увеличение длительности пребывания компании в непубличном секторе. Из-за расширения вторичного рынка акций, многим компаниям удается «продаться» до выхода на IPO, по этой причине многие из них теряют стимул осуществлять первичное публичное размещение акций.

В целом, нельзя сказать, что венчурная индустрия в США в последние годы демонстрирует рекордно высокие показатели, но, тем не менее, она показывает стабильный рост и динамичное развитие. Необходимо отметить, что темпы роста индустрии значительно снизились по сравнению с периодом стремительного подъема в период интернет бума.

Зрелой экономике США, обусловившей стремительное развитие венчурной отрасли свойственны следующие черты:

* в ней имманентно присутствует высокоразвитая предпринимательская культура;
* аккумулируются большие объемы частного капитала;
* действуют инвесторы, которым хорошо знакомы принципы прямого и венчурного инвестирования;
* хорошо развитые, в силу исторических предпосылок, связи между наукой и бизнесом;
* наблюдается высокий уровень развития системы патентования и защиты интеллектуальной собственности.

 Благодаря венчурному бизнесу в США был осуществлен технологический прорыв в компьютерной индустрии. В появлении большинства передовых разработок большую роль играла поддержка бизнес-ангелов и венчурных капиталистов. Своими экономическими успехами, страна во многом обязана именно венчурного бизнесу, который явился первым звеном в длинной цепочке инновационно-технологического развития страны.

## Сопоставительный анализ опыта двух стран

Инвестиционные модели венчурной индустрии в России и США имеют сходство, т.к. российская модель является синтетической, производной и аккумулирует опыт многих стран, в том числе и США, как страны с наиболее развитым венчурным бизнесом.

И в той, и в другой модели присутствуют крупные институциональные игроки в лице федеральных агентств или программ поддержки малого бизнеса и инноваций. Однако действия этих механизмов по странам имеют различную эффективность. Общие принципы функционирования индустрии сходны, но у каждой страны есть свои специфические черты.

В России на данный момент продолжается период становления венчурного механизма, несмотря на то, что, видоизменяясь, он существует уже более 15 лет. С началом функционирования ОАО РВК осуществляется крупномасштабная поддержка венчурного бизнеса, однако итоги деятельности данной организации и фондов под ее управлением на настоящий момент предстоит оценить, так как полноценные отчеты с итогами функционирования фондов еще не предоставлялись. Все государственные инициативы, связанные со стимулированием экономики инноваций – структуры входящие в состав Сколково, РОСНАНО, РВК – имеют большое значение для формирования инновационной экосистемы. Однако, на примере США становится очевидно, что государственная поддержка играет важную, но не определяющую роль, в силу того, что только действие рыночных механизмов обеспечивает соотношение спроса на инновации и предложение инноваций. Несвоевременное и чрезмерное вмешательство государства вносит значительный дисбаланс, для ликвидации последствий которого требуется время.

На примере США можно сделать вывод о том, что наличие большого количества развитых механизмов венчурного финансирования (бизнес-ангелы, корпоративные венчурные фонды) способствует сбалансированному развитию венчурной экосистемы. Таким образом, становится очевидно, что России необходимо расширение набора механизмов, применяемых в целях стимулирования венчурного бизнеса, в том числе – предоставление государственных гарантий по заемным средствам фондов венчурного финансирования. Данный механизм уже неоднократно эффективно применялся в США, где благодаря его использованию было достигнуто снижение рисков инвестирования в долговые ценные бумаги фирм венчурного капитала.

Характерно, что юридические формы венчурных фондов в РФ имеют существенные отличия от фондов, действующих в США. На данный момент большинство фондов в РФ функционирует в форме ЗПИФ (закрытых паевых инвестиционных фондов), в то время как в США используется форма LP (limited partnership) которая имеет ряд существенных преимуществ. В связи с этим, в настоящее время активно разрабатывается и совершенствуется новая форма юридического оформления деятельности фондов – инвестиционное товарищество, которая вступила в силу в соответствии с Федеральным законом от 28 ноября 2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» и была создана во многом благодаря инициативе РВК. Новый закон дает возможность регистрации фондов в новой форме, которая является очень близкой к западным аналогам. Тем не менее, до сих пор нет примеров успешного использования данной правовой формы. Едва ли существует идеальная юридическая форма, которая не имела бы существенных недостатков, однако инвестиционное товарищество на данный момент кажется объективно выгодной альтернативной ЗПИФ, который является негибкой и дорогой в эксплуатации юридической формой. В частности, новая форма дает возможность обеспечить должную защиту прав инвесторов и не требует больших финансовых затрат на обслуживание, что делает ее удобной для использования средними и малыми фондами. На данный момент еще нет примеров оформления деятельности фондов в соответствии с данной юридической формой. Из-за отсутствия правоприменительной практики у нового документа есть недостатки, над устранением которых ведется активная работа, в том числе в рамках рабочей группы, инициированной РВК[[31]](#footnote-31).

 Из сравнения США и РФ очевидно, что наличие опыта ведения венчурного бизнеса и квалифицированных специалистов является необходимым залогом успеха. Именно поэтому важно приглашать специалистов мирового уровня, которые бы привнесли свой опыт и компетенции, способствуя интернализации российской венчурной индустрии. Создание привлекательного инвестиционного имиджа является едва ли не ключевой составляющей в этом вопросе. Зарубежные инвесторы и бизнес-ангелы, финансируя проекты в России, могут внести большой вклад в развития венчурной экосистемы в нашей стране.

 Из-за того, что в США становление венчурной индустрии происходило естественным образом – от потребностей экосистемы бизнеса и инициатив частных инвесторов и инноваторов, там не стояло проблемы их включения в функционирование венчурной экосистемы. В России же, напротив, в настоящее время этот вопрос стоит очень остро. Из-за того, что создание инфраструктуры тесно связано с вмешательством государства, становится сложно инициировать спрос на инновационные продукты, для финансирования которых и внедряется механизм венчурного финансирования. Нельзя забывать, что развитие венчурного бизнеса является лишь средством достижения более масштабной цели – создания инновационной экономики и массовой коммерциализации инноваций.

 На данном этапе российскую венчурную систему в силу непродолжительности ее существования, сложно назвать совершенной, и на данном этапе очевидно, что она нуждается в значительной доработке на базе передового опыта стран, в которых венчурный механизм уже имеет длительную историю успеха.

# Анализ механизма венчурного инвестирования на примере проекта, получившего финансирование ФПИ РВК

 В рамках данной практической главы будет рассмотрен пример, представленный в виде кейса, который наглядно демонстрирует венчурный механизм в действии. Данный пример взят из практики деятельности Фонда Посевных Инвестиций РВК (ФПИ РВК), который специализируется на предоставлении инвестиций компаниям на начальных этапах развития. Большая часть информации, полученная для написания данной главы не подлежит разглашению, т.к. представляет собой коммерческую тайну. Именно поэтому в настоящей работе будет использован ряд условных обозначений, имеющих целью исключить возможность идентификации компании, данные по деятельности которой были использованы. Необходимо отметить, что, несмотря на наличие условных обозначений, данный кейс демонстрирует достоверную информацию, полученную в ходе сотрудничества с одним из Институтов Развития РФ – ОАО РВК в сугубо исследовательских целях.

 ФПИ РВК является одной из структур в рамках РВК, осуществляющих инвестиционную деятельность. Данный Фонд был создан в 2009 году в форме общества с ограниченной ответственностью, доля РВК в Фонде составляет 99%. Основная деятельность Фонда заключается в предоставлении инвестиций инновационным компаниям с большим потенциалом роста, что и является непосредственно венчурным инвестированием. Также Фонд имеет ряд глобальных целей[[32]](#footnote-32), которые включают в себя поддержку технологического бизнеса в РФ и вовлечение частных инвесторов и бизнес-ангелов в новые, перспективные проекты, а также содействие увеличению количества проектов, претендующих на получение финансирования ранних стадий. Фонд был создан на неопределенный срок и первоначальный суммарный объем средств под его управлением составлял 2 млрд. руб.

По регламенту данный Фонд не должен обеспечивать более 75% от потребности одной компании в финансировании и, также важным аспектом является то, что процесс инвестирования в соответствии с регламентом должен происходить совместно с частными инвесторами, которые вкладывают свои личные средства в инвестируемую компанию. Общая инвестиционная стратегия Фонда заключается во вложении денежных средств в доли российских компаний на «посевной» стадии развития, относящихся к категории инновационных предприятий.

Компания «DACT», на примере которой будет продемонстрирован механизм венчурного инвестирования, успешно получила уже два раунда финансирования из ФПИ РВК, что является свидетельством качества технологии и перспективности проекта, который она реализует и увеличивает научный интерес к анализу данного проекта.

Рассматриваемая компания была зарегистрирована в организационно-правовой форме общества с ограниченной ответственностью – ООО «DACT». Цель проекта заключается в создании универсального, мультифункционального устройства по распознаванию отпечатков пальцев, для его внедрения на рынки, где есть потребность в быстрой и безошибочной идентификации личности (разнообразные средства защиты и охраны, противоугонные средства и т.д.). Основой бизнес модели в данном проекте является как прямая продажа партий устройства, так и продажа лицензий. Реализацию проекта компания «DACT» планировала производить самостоятельно на стадиях разработки продукта и начала прямых продаж. Серийное производство устройства планировалось осуществлять на условиях аутсорсинга. Сами авторы проекта считают, что основные составляющие успеха разработанной технологии заключаются в наличии широкого спектра применения данной разработки, формировании новых рыночных ниш для ее внедрения и высоком качестве получаемого результата. Что касается объемов рынка, то компания «DACT» планирует продажу не менее 100.000 устройств в год. Такие амбиции обусловлены рядом факторов и характеристик, которые заложены в проект:

* надежная, востребованная технология,
* относительно низкая стоимость (по сравнению с конкурентами),
* агрессивный маркетинг (участие в выставках и технологических конференциях для быстро продвижения продукта),
* создание собственного, узнаваемого бренда в наиболее короткие сроки,
* распространение опытно-промышленных образцов (trial versions) между потенциальными потребителями.

Данная технология, несмотря на новаторство, имеет ряд зарубежных аналогов (прототипов), однако на их фоне она отличается точностью распознавания папиллярного рисунка (0,01%) и доступной ценой.

Для получения инвестиций любой компании необходимо произвести пред-инвестиционную и пост-инвестиционную оценку, которые в данном случае составили 17,4 млн. рублей и 26,1 млн. рублей для первого раунда инвестирования. По предварительным подсчетам экспертов общий срок реализации проекта (при предоставлении инвестиций двух раундов) составит 6 лет, из расчета, что по первому ранду длительность отчетного периода составит 10 месяцев. Финансовые показатели проекта по данным расчетов на момент подачи заявки для получения первого раунда финансирования были следующие: IRR – 51% (внутренняя норма доходности проекта), NVP – 28,6 млн. руб. за 6 лет (приведенная стоимость проекта).

Также авторы проекта произвели качественное обоснование конкурентных преимуществ данной инновации перед аналогичными системами биометрической авторизации личности (идентификация человека по сетчатке глаза или по голосу). Таким образом, было выяснено, что тензорная плата, на основе которой будет функционировать устройство по автоматической авторизации пользователя на основе дактилоскопической биометрии, представляет собой качественно новый, надежный подход к идентификации человека по биометрическим данным.

Одним из важнейших факторов при принятии решения об инвестировании, наряду с проработкой бизнес-плана и оценкой рисков деятельности компании, является качество исполнительской и управляющей команды. В данном конкретном случае особое внимание инвесторов привлекла экспертная группа разработчиков, проводивших ряд выдающихся исследования в ННГУ им. Лобачевского и имеющих большую научную базу и многолетний опыт в области разработки устройств биометрии.

В рамках разработки проекта был проведен SWOT-анализ, благодаря которому удалось выяснить, какие сильные, слабые стороны, возможности и угрозы могут встать на пути нового бизнес-проекта. Также был выявлен ряд барьеров, которые могут препятствовать выходу на рынок компании «DACT», в том числе экономических, технических и административных, и разработаны пути их преодоления. Основные группы рисков также были оценены экспертами и найдены эффективные пути их снижения, с целью элиминирования процентной вероятности провала коммерческой стратегии компании «DACT».

Не менее важным, как уже упоминалось ранее, является стратегия выхода из любой венчурной инвестиции. В данном случае компания «DACT» предложила два возможных способа выхода ФПИ из произведенной инвестиции: продажа своей доли менеджменту компании и продажа венчурному Фонду. Выбор стратегии выхода может осуществляться на более поздних этапах и сама стратегия может быть скорректирована ближе к окончанию инвестиционного периода.

Ниже, в рамках анализа данного типа механизма венчурного инвестирования – осуществления финансирования компании посредством фонда – представлена информация из бизнес плана компании «DACT».

Табл. 1 План разработки и производства

|  |
| --- |
| Этап 1 (инвестиционный раунд 1): создание макетного образца устройства  |
| № подэтапа | Расшифровка работ | Сроки (начиная с момента перевода инвест. транша) | Исполнитель |
| Подэтап 1.1 | Закупка и тестирование необходимого аппаратно-программного обеспечения | 1 месяц  | ООО «DACT» |
| Подэтап 1.2 | Сбор и разметка папиллярной базы данных | 1-4 месяцы  | Аутсорсинг (ООО «ЮрМед») |
| Подэтап 1.3 | Программное тестирование алгоритмов анализа отпечатков пальцев, оптимизация программного кода по быстродействию и объему | 1-6 месяца | Частично аутсорсинг (ЗАО «ТензорН»), частично инженерно-программный отдел ООО «DACT» |
| Подэтап 1.4 | Создание макетного образца устройства (включая разработку схемотехники устройства, закупку необходимых комплектующих) и его программно-аппаратное тестирование | 3-10 месяцев | ООО «DACT» совместно с ЗАО «Гаусс-Инжиниринг» |
| Этап 2 (инвестиционный раунд 2): Создание 2-3 пред-серийных образцов устройства |
| Подэтап 2.1 | Аппаратное тестирование макетного образца, устранение аппаратно-программных ошибок | 11 месяц | Аутсорсинг (ООО «КриптоН», ЗАО «Гаусс-Инжиниринг») совместно с инженерно-программным отделом ООО «DACT» |
| Подэтап 2.2 | Подбор комплектующих, оптимальных по параметру «себестоимость - качество» | 12 месяц | Аутсорсинг (ООО «КриптоН») |
| Подэтап 2.3 | Создание 2-3 пред-серийных образцов | 11-14 месяцы | Аутсорсинг (ООО «КриптоН») |
| Этап 3: Серийное производство |
| Подэтап 3.1 | Окончательное тестирование пред-серийных образцов. Создание первой серийной партии. | 14-16 месяцы | Аутсорсинг (ООО «КриптоН», ЗАО «Гаусс-Инжиниринг») совместно с ООО «DACT» |

Что касается финансового плана по данному проекту, то изначально рассчитывалось, что проект будет финансироваться в 2 инвестиционных раунда. Срок реализации в рамках раунда 1 – 10 месяцев. Срок реализации проекта (в случае перехода на инвестиционный раунд 2) – 6 лет. В рамках прогнозного финансового плана представлен также отчет о прибылях и убытках.

Табл. 2 Прогнозный отчет о прибылях и убытках (инвестиционный раунд 1)

|  |  |
| --- | --- |
|  | 10 месяцев |
| Инвестиции (всего руб.) | 8.700.000 |
| Инвестиции ФПИ РВК (руб.) | 6.525.000 |
| Продажи (руб.) | 0 |
| Всего поступлений (руб.) | 8.700.000 |
| Производственные издержки (руб.) |
| Цифровой осциллограф | 100.000 |
| Интерфейсное устройство 1 | 140.000 |
| 3 одноплатных устройства  | 210.000 |
| Устройство 2 | 40.000 |
| Паяльная станция | 15.000 |
| 3 ПК | 100.000 |
| Расходные материалы, буфер на приобретение запасных деталей | 140.000 |
| Итого производственные издержки | 745.000 |
| Аутсорсинг (руб.) |
| Сбор и обработка базы дактилоскопических данных (исполнитель – ООО «ЮрМед») | 1.400.000 |
| Разработка тестового ПО, проведение независимых испытаний и тестирования макетного образца (исполнитель – ЗАО «Гаусс-Инжиниринг») | 2.610.000 |
| Информационно-консультационные услуги (оплата услуг Венчурного партнера) | 435.000 |
| Итого аутсорсинг | 4.445.000 |
| Маркетинг (руб.) |
| Покупка аналитических отчетов | 200.000 |
| Проведение маркетинг-исследования потенциальных рынков | 700.000 |
| Итого маркетинг | 900.000 |
| Заработная плата (руб.) |
| Генеральный директор | 690.000 |
| Технический директор | 575.000 |
| Программист | 565.000 |
| Бухгалтер | 95.000 |
| Итого зарплата | 1.925.000 |
| Налоги (руб.) |
| Итого налоги | 685.000 |
| Итого затраты | 8.700.000 |

Табл. 3 Прогнозный отчет о прибылях и убытках (инвестиционный раунд 2)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Конец 1-го года - 2 год | 3 год | 4 год | 5 год | 6 год |
| Инвестиции (всего руб.) | 16.160.000 | 15.680.000 | 0 | 0 | 0 |
| Инвестиции ФПИ (руб.) | 12.120.000 | 11.760.000 | 0 | 0 | 0 |
| Продажи (руб.) | 1.500.000 | 7.000.000 | 38.750.000 | 206.000.000 | 468.000.000 |
| Всего поступлений (руб.) | 17.660.000 | 22.680.000 | 38.750.000 | 206.000.000 | 468.000.000 |
| Производственные и административные издержки (руб.) |
| Материалы | 600.000 | 1.000.000 | 9.000.000 | 40.000.000 | 100.000.000 |
| Аренда помещения | 450.000 | 450.000 | 500.000 | 600.000 | 650.000 |
| Коммунальные платежи | 20.000 | 20.000 | 30.000 | 40.000 | 40.000 |
| Офисная мебель | 30.000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Создание сайта компании | 100.000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Сертификация и междунар. патентование | 1.500.000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Итого производств. Издержки | 2.700.000 | 1.470.000 | 9.530.000 | 40.640.000 | 100.690.000 |
| Аутсорсинг (руб.) |
| Создание опытных образцов, подготовка к серийной партии, исп. – ООО «Гаусс-Инжиниринг» | 1.800.000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Разработка тестового ПО, независимые испытания и тестирование(исп. – ЗАО «КриптоН») | 4.570.000 | 4.900.000 | 0 | 0 | 0 |
| Информ.-консульт. услуги (услуги Венчурного партнера)  | 750.000 | 800.000 | 0 | 0 | 0 |
| Итого аутсорсинг | 7.120.000 | 5.700.000 | 0 | 0 | 0 |
| Заработная плата (руб.) |
| Генеральный директор | 960.000 | 830.000 | 830.000 | 960.000 | 1.200.000 |
| Коммерческий директор | 345.000 | 690.000 | 830.000 | 960.000 | 1.000.000 |
| Маркетинг-директор | 345.000 | 690.000 | 690.000 | 830.000 | 830.000 |
| Бухгалтер  | 130.000 | 110.000 | 110.000 | 204.000 | 204.000 |
| Помощники коммерческого директора | 0 | 0 | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 |
| Технический директор | 870.000 | 830.000 | 830.000 | 960.000 | 960.000 |
|  Программисты | 960.000 | 960.000 | 1.920.000 | 1.920.000 | 3.000.000 |
| R&D специалисты | 930.000 | 2.000.000 | 2.000.000 | 2.000.000 | 3.000.000 |
| Итого зарплата | 4.540.000 | 6.110.000 | 8.710.000 | 9.334.000 | 11.694.000 |
| Маркетинг | 100.000 | 200.000 | 460.000 | 2.500.000 | 7.200.000 |
| Налоги | 1.700.000 | 2.200.000 | 3.200.000 | 20.000.000 | 100.000.000 |
| Всего расходов | 16.160.000 | 15.680.000 | 21.900.000 | 72.474.000 | 219.584.000 |
| Сальдо на конец периода | 1.500.000 | 7.000.000 | 16.850.000 | 133.526.000 | 248.416.000 |

Для того, чтобы принять решение о предоставлении инвестирования Фонду очень важно иметь поэтапный план от компании и понимать, на что и каким именно образом поэтапно будут расходоваться средства.

Табл. 4 Этапы инвестиций, цель каждого этапа и соответствующий транш

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Этап | Цель этапа |
| Раунд 1 | 1 - 10 месяцы | 1. Создание макетного образца тензорной платы. Подтверждается научно-техническим отчетом о разработке платы, а также демонстрацией работоспособности платы на Совете директоров и Инвестиционном комитете ФПИ РВК.
2. Получение результатов маркетинг-исследования о потенциальных рынках сбыта. Подтверждается отчетом о проведении маркетингового исследования.
3. Принятие решения о целесообразности продолжения Проекта.
 |
| Раунд 2, Транш 1 | 11 – 18 месяцы | 1. Создание первой серийной партии тензорной платы. Подтверждается актом сдачи-приемки с организацией – изготовителем серийной партии.
2. Получение сертификатов на продукцию. Подтверждается предоставлением соответствующих сертификатов.
3. Заключение соглашений о намерении с первыми потенциальными клиентами. Подтверждается предоставлением соответствующих соглашений.
4. Международное патентование.
 |
| Раунд 2, Транш 2 | 19 – 24 месяцы | Осуществление первых продаж. Подтверждается соответствующим договором и банковской выпиской или данными бухгалтерской отчетности. |
| Раунд 2, Транш 3 | 25 – 36 месяцы | Расширение объемов продаж. Выход на самоокупаемость. Подтверждается данными бухгалтерской отчетности. |

Табл. 5 Инвестиционные транши

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | ФПИ РВК (руб.) | Частный инвестор (руб.) |
| Раунд 1 | 6 525 000 | 2 175 000 |
| Раунд 2, Транш 1 | 7 425 000 | 2 475 000 |
| Раунд 2, Транш 2 | 4 695 000 | 1 565 000 |
| Раунд 2, Транш 3 | 11 760 000 | 3 920 000 |

По данным бизнес плана компании «DACT», по первому раунду инвестиций, которые были приведены выше, ФПИ РВК было принято решение предоставить компании финансирование. Благодаря средствам, полученным в рамках первого раунда, были детализированы задачи и запланирована разработка уже более специализированного продукта, ориентированного на более узкий рынок. Благодаря этой спецификации была поставлена задача получить высокие результаты в более узком сегменте рынка.

По итогам окончания первого раунда финансирования был составлен отчет ФПИ РВК, в рамках которого анализировалось текущее состояние компании и результаты произведенного инвестирования, а на заседании Правления Фонда принималось окончательное решение о возможности предоставления компании «DACT» финансирования второго раунда.

В бизнес-плане представленном при подаче заявке на получение второго раунда финансирования данные по проекту гораздо более конкретны и цель проекта имеет более узкий фокус, которая была сформулирована как создание системы автоматической авторизации пользователя по биометрическим данным и ее вывод на рынок электронных платежных систем. Также был четко прописан и механизм действия системы, нацеленный на решение более конкретной задачи. Область применения и внедрения системы автоматической авторизации отпечатков пальцев также была более точно обозначена как сфера дополнительной защиты электронных транзакций для противодействия электронному мошенничеству.

 Ключевые показатели эффективности (KPI) проекта на втором этапе были прописаны следующим образом:

1) создание всех модулей системы удаленной авторизации человека,

2) сбор базы данных в условиях функционирования системы удаленной авторизации,

3) запуск альфа-тестирования системы удаленной авторизации в электронных платежных системах,

4) разработка бизнес-моделей с учетом специфики рынка электронных платежей .

Не менее важной характеристикой при принятии решения об инвестировании являются перспективы развития компании и долгосрочные планы. По достижении KPI проекта планируется привлечение гранта Сколково и инвестиций от венчурных фондов для достижения следующих целей:

 1) обеспечение выхода ФПИ РВК из проекта путем продажи его доли стратегическому инвестору (ориентировочный срок выхода – 2014 – 2015 гг., IRR ФПИ РВК = 37 %)

2) доработка системы по результатам альфа-тестирования и ее вывод на бета-тестирование,

 3) урегулирование юридических вопросов, связанных с эксплуатацией системы,

 4) сертификация системы,

 5) выход на продажи в электронных платежных системах,

 6) создание центра клиентской поддержки, организация продаж, реклама,

 7) создание английской версии системы, выход на независимое тестирование в самых авторитетных западных биометрических организациях.

Табл. 6 План работ по проекту

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Этап** | **Длительность** | **Работы** |
| Этап 1 (Транш 1) | 4 месяца | 1) создание всех модулей системы удаленной авторизации2) подготовка заявки в Сколково3) подготовка 1 – 2 заявок в Роспатент4) Регистрация программного кода для ЭВМ в Роспатенте (1 – 2 свидетельства) |
| Этап 2 (Транш 2) | 7 месяцев | 1) Сбор речевой базы данных в условиях функционирования системы2) Запуск альфа-тестирования системы в платежных системах3) Разработка бизнес-моделей с учетом специфики рынка электронных платежей4) Регистрация собранной дактилоскопической базы в Роспатенте и постановка на баланс компании 5) Регистрация программного кода для ЭВМ в Роспатенте (1 – 2 заявки) |

Табл. 7 Этапы инвестиций, цель каждого этапа и соответствующий транш

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Этап | Цель этапа |
| Транш 1 | 4 месяца | 1) Cоздание всех необходимых модулей системы удаленной авторизации 2) Подготовка заявки в Сколково |
| Транш 2 | 7 месяцев | 1) Сбор речевой базы в условиях функционирования системы 2) Запуск альфа-тестирования в платежных системах3) Разработка бизнес-моделей и ценовой политики под специфику рынка электронных платежей |

Табл. 8 Инвестиционные транши

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | ФПИ РВК (руб.) | Частный инвестор (руб.) |
| Транш 1 | 6 615 000 | 2 205 000  |
| Транш 2 | 11 403 000 | 3 801 000  |

Пред-инвестиционная и планируемая пост-инвестиционная стоимость компании по итогам оценки в рамках второго раунда инвестирования составила 26,1 млн. руб. и 50,124 млн. руб. соответственно.

На базе информации из кейса, приведенного выше, удалось продемонстрировать процедуру получения компанией инвестиций от венчурного фонда. По результатам анализа удалось выяснить, что для получения финансирования от венчурного фонда (на примере ФПИ) компании необходимо иметь очень четкий и реализуемый бизнес план, которому важно следовать на протяжении всего инвестиционного периода. Также нужно учитывать, что Фонд требует детальную отчетность по всем средствам, предоставленным компании для развития. И, кроме того, нельзя забывать о том, что при необходимости получения нескольких раундов финансирования, компания должна быстро показывать очень хорошие финансовые результаты, в противном случае, даже если удастся начать расширение, но задекларированные результаты не будут достигнуты – компания с большой вероятностью лишится возможности получить средства в следующем раунде.

Принимая во внимание все вышеописанные детали, любой компании необходимо здраво оценивать свои возможности при поиске средств и источников финансирования. Если стартап не может соответствовать всем требованиям венчурного фонда и ему не удается пройти жесткий конкурсный отбор, всегда остается возможность обратиться к другим источникам финансирования и поддержки. Наиболее очевидным инвестиционным сценарием развития проекта в этом случае является поиск бизнес-ангельских инвестиций или подача заявки в бизнес-инкубатор, для того, чтобы при помощи менторов и высококвалифицированных консультантов довести проект до более высокого уровня развития, и обратиться к помощи венчурного фонда на более позднем этапе.

Примечательно, что если компания, имеющая большой потенциал, получила хотя бы один раунд финансирования у известного фонда и показала по итогам хорошие результаты, у нее есть гораздо больше шансов на продолжение сотрудничества, так как она обладает уже достаточно хорошей репутацией и является привлекательным объектом для венчурных инвесторов. Продуктивное сотрудничество с венчурным фондом очень положительно сказывается на имидже проекта и позволяется привлечь большие объемы финансовых средств. Обычно как раз такие проекты, получив несколько раундов инвестиций, вырастают в крупные высокотехнологичные компании с многомиллионными прибылями.

# Заключение

Механизм венчурного инвестирования является одним из главных, базовых элементов формирования инновационной экосистемы. Этот метод позволяет развивать сферу инноваций в стране и повысить ее технологический уровень. На опыте США и России удалось проследить эволюцию развития венчурной системы в двух странах с различными экономическими условиями и предпосылками к развитию механизма венчурного инвестирования. Несмотря на множество различий, были обнаружены и фундаментальные сходства между этими двумя системами, среди которых одним из важнейших является значительная роль государственной поддержки. На начальных этапах становления венчурных механизмов институциональный фактор имеет большое значение.

В ходе исследования, было установлено, что развитие механизмов венчурного инвестирования в России в настоящее время происходит быстрыми темпами. Важно отметить, что, несмотря на острую необходимость переориентации экономики РФ с сырьевого экспорта на производство высокотехнологичной, наукоемкой продукции, уровень экономического развития страны еще не позволяет осуществить этот переход без активного вмешательства государства в инвестиционный процесс.

Повышение конкурентоспособности страны может быть инициировано развитием инновационной экономики, одним из ключевых элементов которой является венчурное инвестирование. Было выяснено, что при создании механизмов венчурного инвестирования в РФ возникают проблемы на этапе, связанным с коммерциализацией инновационных продуктов, которые создаются благодаря поддержке инструментов венчурного инвестирования. В США не наблюдается похожих прецедентов в силу того, что венчурная сфера в большей степени регулируется рыночными механизмами, и государством не предпринимается серьезных попыток внешнего вмешательства в устоявшийся баланс между агентами в сфере венчурного инвестирования.

Можно попытаться сделать прогноз развития механизма венчурного инвестирования в РФ. России предстоит пройти еще долгий путь для формирования сбалансированной венчурной системы. Задачей первостепенной важности является активное включение бизнес-сообщества в этот процесс. Переизбыток государственных инвестиций должен быть постепенно замещен потоком частных инвестиций, которые послужат залогом эффективности функционирования венчурного механизма, формированию которого государство оказывает большую помощь. Со временем значение государственного стимулирования инновационно-венчурной деятельности должно снижаться. Параллельно с поддержкой системы венчурного инвестирования целесообразно также осуществлять и инфраструктурную поддержку сферы венчурного предпринимательства, внедрять и развивать предпринимательскую культуру в структурах высшего образования и решать проблему кадровой обеспеченности венчурной системы на государственном уровне. Интерес к венчурной области должен культивироваться и поддерживаться. Очень важно осуществлять популяризацию мер поддержки технологического предпринимательства, которые осуществляются в стране, с целью привлечения интереса как молодых ученых-инноваторов, так и самих инвесторов.

Одной из важнейших практических задач для России является привлечение внимания инвесторов к сегменту инвестиций посевной и предпосевной стадий. Данная проблема характерна также и для США, где в последние годы доля инвестиций в данный сектор снижается. Уменьшение страновых и политических рисков поможет решить данную проблему с помощью привлечения инвесторов как из институциональной сферы, в качестве фондов, так и инвесторов неформального венчурного капитала, в лице бизнес-ангелов.

Создание эффективных венчурных механизмов является приоритетной задачей для России, так как именно они являются стимулом, инициирующим инновационный подъем и, в дальнейшем, способствуют стремительному росту экономики страны, за счет создания рабочих мест и массового производства инновационной продукции. Перед государством на данном этапе стоит стратегически важная цель – создание привлекательных условий для инвесторов в венчурной области, так как именно это направление несет в себе особенно большие перспективы для российской экономики в ближайшем будущем.

**Список использованной литературы**

1. Аммосов Ю. Венчурный капитализм от истоков до современности, СПб.: РАВИ, 2004. 409 С.
2. Багаева М.В. Совершенствование методов государственной поддержки реализации инновационных проектов в рамках системы венчурного инвестирования: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук, Нижний Новгород, 2011. Режим доступа: [<http://www.nntu.ru/RUS/aspir_doktor/avtoreferat/bagaeva_m_v.pdf>]
3. Введение в венчурный бизнес. СПб.:РАВИ, 2003, 356 С.
4. Де Лафонд С. Выход: IPO и прямые продажи – курс обучения венчурному предпринимательству, раздел 8 – РАВИ, 45 С. Режим доступа: [[www.rvca.ru](http://www.rvca.ru/)]
5. Дмитриев Н.Н. Становление модели государственной поддержки развития венчурного инвестирования в России. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук – М. 2010. Режим доступа: [<http://www.nisse.ru/business/article/article_1657.html?effort=10>]
6. Иванова Н. Национальные инновационные системы // Вопросы экономики. 2001. №7, С. 23-35.
7. История Американо-Российского Фонда по экономическому и правовому развитию (USRF).Режим доступа: [<http://www.usrf.ru/about/history_rus.html>]
8. Каширин А.И., Семенов А.С. Венчурное инвестирование в России. М.: Вершина, 2007. 380 С.
9. Каширин А.И., Семенов А.С.В поисках бизнес-ангела – М: Вершина, 2008, 359 С.
10. Кемпбелл К. Венчурный бизнес: новые подходы – М: Альпина Бизнес Букс, 2008. 415 С.
11. Лебре Э. Стартапы: чему мы еще можем поучиться у Кремниевой долины, ООО «Корпоративные издания» М., 2010. 204 С.
12. Настас Т. Harvard Business Review июнь-июль 2007, «Технологический прорыв, сценарий для России». Режим доступа: [<http://www.ivipe.com/ivi/pages/Nastas_HBR_Article_in_Russian.pdf>]
13. Oбзор рынка. Прямые и венчурные инвестиции в России 2011 г. – СПб.,2012. - 100 С. Режим доступа: [[www.rvca.com](http://www.rvca.com)]
14. Панягина А.Е. Развитие механизмов венчурного финансирования в России// Журнал «Современная экономика: проблемы, тенденции, перспективы» - 2012. № 7. С. 1-9. Режим доступа: [<http://www.meconomics.org/#!panyagina/>]
15. Попова О. ЕБРР создает венчурные фонды в России [Газета "Коммерсантъ", №182 (900), 03.10.1995](http://www.kommersant.ru/daily/1597). Режим доступа: [http://www.kommersant.ru/doc/118790]
16. Правовая среда венчурной деятельности в РФ. СПб.:РАВИ, 2009, 92 С.
17. Развитие венчурного рынка в России: РВК и Линия права завершили проект по инвестиционному товариществу, Режим доступа: [http://www.rusventure.ru/ru/press-service/news/detail.php?ID=14426&sphrase\_id=20440]
18. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А.Венчурный  менеджмент:  учебное  пособие. – М.:  Издательский  дом  ГУ­ВШЭ, 2011. С. 249
19. Родионов И.И., Дмитриев Н.Н. Модели формирования института венчурных инвестиций // Журнал «Корпоративные Финансы» - 2008. №2.С.78. Режим доступа: [http://www.hse.ru/data/2010/12/31/1208179968/56\_80\_rodionov\_dmitriev.pdf]
20. Родионов И.И., Дмитриев Н.Н. РВК как форма государственной поддержки формирования института венчурных инвестиций в России// Журнал «Корпоративные Финансы» - 2007. №3. С. 78 Режим доступа: [<http://ecsocman.hse.ru/data/002/853/1219/77_84_RodionovDmitriev.pdf>]
21. Родионов И., Никоннен А. Курс лекций: «Венчурный капитал и прямые инвестиции в инновационной экономике», в 3-х частях, РАВИ 2011. Режим доступа: [<http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-Course-2011-Part-1.pdf>]
22. Рынок венчурных инвестиций ранних стадий: ключевые тренды, М.: РВК, ВЦИОМ, 2013
23. РВК: краткая информация о компании, Режим доступа: [<http://www.rusventure.ru/ru/company/brief/>]
24. Соколова Ю.В. Дискретное финансирование венчурных проектов: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук, М. 2013. Режим доступа: [[http://www.fa.ru/dep/upanpk/dissertation\_councils/referats/Documents/2013\_02 .pdf](http://www.fa.ru/dep/upanpk/dissertation_councils/referats/Documents/2013_02%20.pdf)]
25. Спицын Д.А. Организационные формы и модели венчурного инвестирования в США: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук, М. 2010. Режим доступа: [<http://www.iskran.ru/docs/Avtoreferat-_Spitsyn_DA.doc>]
26. Управление инвестиционными и инновационными программами для российских компаний с государственным участием, РВК, 2013 Режим доступа: [<http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201304-IRD-club.pdf>]
27. Федеральный Закон о концессионных соглашениях, принят 13 июля 2005 года, N 115-ФЗ. Режим доступа: [<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=132969>78]
28. Фонд посевных инвестиций РВК. Режим доступа: [<http://www.rusventure.ru/ru/investments/fpi/>]
29. Хагерти К. Стратегия глобализации американского стиля венчурного капитала – РАВИ. 150 С. Режим доступа: [[www.rvca.ru](http://www.rvca.ru/)]
30. Ягудин С. Ю. Венчурное предпринимательство. Франчайзинг: Учебно-методический комплекс – М.: Изд. Центр ЕАОИ. 2008. – 290 С.

Bygrave W., Reynolds P. Who Finances Startups in the USA? A Comprehensive Study of Informal Investors 1999-2003. Babson College, 2004. 155 P.

Doing business and investing in the Russian Federation 2013, PWC. 56 P. Режим доступа: [<http://www.pwc.ru/en_RU/ru/doing-business-in-russia/assets/e-dbg13.pdf>]

 Globalizing venture capital: global venture capital insights and trends report 2011, Ernst&Young. Режим доступа:[[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing\_venture\_capital\_\_Global\_venture\_capital\_insights\_and\_trends\_report\_2011/$FILE/Globalizing\_venture\_capital\_Global\_venture\_capital\_insights\_and\_trends\_report\_2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing_venture_capital__Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011/%24FILE/Globalizing_venture_capital_Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011.pdf)]

Lundvall B.A. National Systems of Innovation. Towards the Theory of Innovation and Interactive Learning. L.: Pintor Publications, 1992. 289 P.

National Venture Capital Association Yearbook 2012, N.Y.: Thompson Reuters, 2012. 121 P. Режим доступа: [<http://www.cs.princeton.edu/courses/archive/spring13/cos333/NVCAYearbook2012.pdf>]

National Venture Capital Association Yearbook 2013, N.Y.: Thomson Reuters, 2013. 110 P. Режим доступа: [<http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103>]

SITRA – The Finnish Innovation Fund. Режим доступа:[<http://www.sitra.fi/en>]

United Nations Economic Commission for Europe, Financing innovative development. New York and Geneva, 2007. 107 P.Режим доступа: [<http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ceci/publications/fid.pdf>]

 Venture capital industry overview - Q2 2007, Dow John’s Venture Source, 2007. 549 P. Режим доступа: [<http://www.stpia.ir/files/Venture%20Capital%20and%20Finance%20of%20Innovatoin.pdf>]

Venture Capital Review 2012, NVCA & Ernst and Young LLP, 66 P.Режим доступа:[<http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=907>]

Venture Impact: Economic importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S Economy, NVCA, 2011. 14 P. Режим доступа: [<http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=786>]

# Приложение 1. Модель работы венчурного фонда

Инвесторы

Венчурный фонд

Инвестиционный комитет

 (ИК – основные решения об инвестировании и выходе)

.

Управляющая компания (УК – поиск и оперативное управление проектами)

Консультативный совет (консалтинговая помощь)

Инновационные компании

# Приложение 2. Обзор нормативно-правовой базы в сфере венчурного финансирования

1. **инвестиционное законодательство**

|  |  |
| --- | --- |
| Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» № 39-ФЗ от 25.02.1999 г. (ред. от 12.12.2011) | определяет понятия инвестиций и инвестиционной деятельности, создает правовые и экономические основы инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, формы и методы её государственного регулирования, устанавливает гарантии защиты прав и интересов и имущества субъектов инвестиционной деятельности |
| Приказ ФСФР РФ «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» № 10-79/пз-н от 28.12.2010 (ред. от 31.05.2011) | определяет категории фондов (в числе которых фонд венчурных инвестиций), требования к организационно-правовой форме, составу активов и их структурным характеристикам в зависимости от категории фонда |
| Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ от 29.11.2001 г. (ред. от 28.07.2012) | Закрепляет понятие паевого инвестиционного фонда (ПИФ), определено содержание договора доверительного управления, особенности управления активами венчурных закрытых ПИФ |
| Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.1994 г. (ред. от 28.07.2012) | Создает правовые основы эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг |
| Федеральный закон «Об инвестиционном товариществе» № 335-ФЗ от 28.11.2011 | направлен на создание правовых условий для привлечения инвестиций в экономику Российской Федерации и реализации инвестиционных проектов определяет порядок заключения договора об инвестиционном товариществе, реализации прав и обязанностей его участников |

1. **законодательство в инновационной области**

|  |  |
| --- | --- |
| Федеральный закон «О науке и государственнойнаучно-технической политике» № 127-ФЗ от23.08.1996 г. (ред. от 28.07.2012) | определены понятия научной деятельности и инноваций, даны правовые основы регулированияотношений между её субъектами, государством, потребителями продукции, установлены цели ипринципы государственной политики в области развития науки и технологий, государственной поддержки инновационной деятельности |
| Основы политики РФ в области развитиянауки и технологий на период до 2010 г. идальнейшую перспективу (письмопрезидента РФ № Пр-576 от 30.03.2002 г.) | определены важнейшие направлениягосударственной политики в области развития науки и технология, цели и пути их реализации, система экономических мер стимулирования научной и научно-технической деятельности |
| Распоряжение Правительства РФ «Огосударственной программе«Создание в РФ технопарков в сферевысоких технологий»№ 328-р от 10.03.2006(ред. от 27.12.2010) | программа направлена на поддержкуроссийских производителейвысокотехнологичной продукции иуслуг, создание технопарков в РФ |
| «Рекомендации по обеспечению координации программ,реализуемых по государственной поддержке субъектовмалого и среднего предпринимательства, по содействиюсамозанятости безработных граждан, по поддержке малыхформ хозяйствования на селе и по поддержке малых форминновационного предпринимательства» | определяют приоритетные направления поддержки субъектовмалого инновационного предпринимательства, условияпредоставления грантов и субсидий, программы поддержкималого и среднего предпринимательства в научной иобразовательной сферах («УМНИК», «СТАРТ», «Развитие») |
| «Стратегия развития науки иинноваций в РФ на период до 2015года» | направлена на формирование эффективной инновационной системы, обеспечение технологической модернизации экономики и повышение ее конкурентоспособности на основе передовых технологий. Установлены: целевые индикаторы, перечень целевых программ и основных мероприятий реализации стратегии. Определены суммы и источники финансирования |
| Стратегии инновационного развития РФ на период до 2020года»№ 2227-р от 08.12.2011 | документ носит программный характер, определяет цели,приоритеты и инструменты государственной инновационной политики, обозначает основные инновационные риски, воздействующие на экономику России, оценивает итоги реализации Стратегий и Программ инновационного развития страны. Устанавливает целевые значения показателей инновационного развития страны, варианты инновационного развития и этапы реализации стратегии, содержаниенациональной инновационной политики, приоритетные направления стимулирования и поддержки инновационной деятельности, развития частно-государственного партнерства и совершенствования инновационной инфраструктуры |

1. **хозяйственное законодательство**

|  |  |
| --- | --- |
| Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995г. (ред. от 28.07.2012) | позволяет сформировать эффективную правовую формуинновационного предприятия и обеспечить защитуимущественных интересов собственников и внешнихинвесторов, решает вопросы формирования структурыакционерного капитала и управления, в том числе сучетом специфики АО, действующих в венчурной сферепосредством заключения акционерных соглашений |
| Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью»№ 14-ФЗ от 08.12.1998 г. (ред. от06.12.2011) | позволяет сформировать эффективнуюправовую форму инновационногопредприятия и обеспечить защитуимущественных интересовсобственников и внешних инвесторов |
| Федеральный закон «О развитии малогои среднего предпринимательства в РФ»№ 209-ФЗ от 24.07.2007 г. (ред. от 06.12.2011) | устанавливает критерии отнесенияпредприятий к субъектам малогопредпринимательства, содержит рекомендуемый перечень мер поддержки малого и среднего предпринимательства в области инноваций |
| Федеральный закон «Об инновационном центре«Сколково» № 244-ФЗ от28.09.2010 (ред. от 10.07.2012) | формирует правовые основысоздания и обеспечения функционирования территориально обособленного инновационного комплекса |
| Федеральный закон«О хозяйственныхпартнерствах»№ 380-ФЗ от03.12.2011 | расширяет составорганизационно-правовых форм инновационного предпринимательства |
| Налоговый Кодекс РФ,часть II № 117-ФЗ от05.08.2000 (ред. от 02.10.2012г.) | устанавливает льготы по НДС, налогам на прибыль, наимущество организаций,земельному налогу,применению специальныхналоговых режимов |
| «Основные направленияналоговой политики РФна 2012 год и на плановыйпериод 2013 и 2014 годов» | оценивает итоги реализации мер налогового стимулирования инновационной деятельности, раскрывает направления их развития |
| Федеральный закон «Об особыхэкономических зонах в РФ» № 116-ФЗ от 26.07.2005 г. (ред. от06.12.2011) | устанавливает льготы по НДС,налогам на прибыль, на имуществоорганизаций, земельному налогу,применению специальных налоговыхрежимов, таможенному оформлению и таможенным платежам |

# Приложение 3. Национальная система венчурного инвестирования

Национальная система венчурного инвестирования

инновационно-воспроизводственный

БЛОК 1

БЛОК 2

организационно- финансовый

БЛОК 3

инфраструктурно-институциональный

Венчурные фонды и их консорциумы

Управляющие

компании

Филиалы нефинанс.пром. корпораций

Российская ассоциация венчурного инвестирования

Производственные

 корпорации

Частные инвесторы

(«бизнес-ангелы»)

Клубы и ассоциации субъектов венчурного инвестирования

Ассоциации малых инновационных предприятий

Инновационные

фонды

1. Максимальное вовлечение средств (прежде всего, внебюджетных) в инновационную деятельность.





3. Полноценное образование и предложение венчурного капитала

Инновационные

корпорации

Предпринимательские сети высоких технологий(венчурные сети)

Вузы, занимающиеся коммерциализацией инноваций

Учебно-научно-инновационные комплексы

Малые и средние инновационные предприятия

Научно-технические

организации



1. Формирование реального спроса на рисковые инновационные инвестиции.

2.Коммерциализация новых технико-технологических идей. Формирование наиболее перспективной части российского рынка инноваций.

3. Интеграция науки-образования-производства и рынка.

4. Структурное обновление основных производственных структур экономики.

Научные, технологические парки, технополисы, инкубаторы



Ассоциации технопарков, инновационных инкубаторов

Консалтинговые фирмы, связанные с венчурным капиталом

Учреждения подготовки и повышения квалификации кадров для венчурной индустрии

Нормативно-правовая база

Страховые организации, связанные с венчурным бизнесом

Инфраструктура фондового рынка (спец. биржи)

Гарантийные фонды

1. Создание благоприятных условий для образования и использования венчурного капитала.

2. Снижение инвестиционных рисков

3. Повышение управленческой и предпринимательской культуры

Источник: Венчурное Инвестирование, №8 2008 год, «К вопросу о концепции национальной системы венчурного инвестирования» (<http://transfer.eltech.ru/innov/archive.nsf/0d592545e5d69ff3c32568fe00319ec1/7fb83fe171ff149443256caf007bc669?OpenDocument>)

1. Хагерти К. Стратегия глобализации американского стиля венчурного капитала – РАВИ. С.29. Режим доступа: [[www.rvca.ru](http://www.rvca.ru/)] [↑](#footnote-ref-1)
2. Ягудин С. Ю. Венчурное предпринимательство. Франчайзинг: Учебно-методический комплекс – М.: Изд. Центр ЕАОИ. 2008. – С. 272 [↑](#footnote-ref-2)
3. Venture capital industry overview - Q2 2007, Dow John’s Venture Source, 2007. P.96 [↑](#footnote-ref-3)
4. Де Лафонд С. Выход: IPO и прямые продажи – курс обучения венчурному предпринимательству, раздел 8 – РАВИ, С. 45. Режим доступа: [[www.rvca.ru](http://www.rvca.ru/)] [↑](#footnote-ref-4)
5. Oбзор рынка: прямые и венчурные инвестиции в России 2011 г. – РАВИ, 2012. С.4. Режим доступа: [[www.rvca.ru](http://www.rvca.ru/)] [↑](#footnote-ref-5)
6. National Venture Capital Association Yearbook 2012, N.Y.: Thompson Reuters, 2012. – P..9 [↑](#footnote-ref-6)
7. Лебре Э. Стартапы: чему мы еще можем поучиться у Кремниевой долины, ООО «Корпоративные издания» М., 2010. С. 17 [↑](#footnote-ref-7)
8. Лебре Э. Стартапы: чему мы еще можем поучиться у Кремниевой долины, ООО «Корпоративные издания» М., 2010. С. 90 [↑](#footnote-ref-8)
9. National Venture Capital Association Yearbook 2013 – Thomson Reuters. P. 10. Режим доступа: [<http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103>] [↑](#footnote-ref-9)
10. Родионов И.И., Дмитриев Н.Н. РВК как форма государственной поддержки формирования института венчурных инвестиций в России// Журнал «Корпоративные Финансы» - 2007. №3. С. 78 Режим доступа:

[<http://ecsocman.hse.ru/data/002/853/1219/77_84_RodionovDmitriev.pdf>] [↑](#footnote-ref-10)
11. SITRA – The Finnish Innovation Fund. Режим доступа: [<http://www.sitra.fi/en>] [↑](#footnote-ref-11)
12. Bygrave W., Reynolds P. Who Finances Startups in the USA? A Comprehensive Study of Informal Investors 1999-2003. Babson College, 2004. P. 15 [↑](#footnote-ref-12)
13. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный  менеджмент:  учебное  пособие. –  М.:  Издательский  дом  ГУ­ВШЭ, 2011. С. 249 [↑](#footnote-ref-13)
14. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный  менеджмент:  учебное  пособие. –  М.:  Издательский  дом  ГУ­ВШЭ, 2011. С. 253 [↑](#footnote-ref-14)
15. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный  менеджмент:  учебное  пособие. –  М.:  Издательский  дом  ГУ­ВШЭ, 2011. С. 252 [↑](#footnote-ref-15)
16. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный  менеджмент:  учебное  пособие. –  М.:  Издательский  дом  ГУ­ВШЭ, 2011. С. 311 [↑](#footnote-ref-16)
17. Каширин А.И., Семенов А.С. Венчурное инвестирование в России. М.: Вершина, 2007. С. 189 [↑](#footnote-ref-17)
18. Федеральный Закон о концессионных соглашениях, принят 13 июля 2005 года, N 115-ФЗ. Режим доступа:

[<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=132969>78] [↑](#footnote-ref-18)
19. официальный сайт РВК, Режим доступа: [<http://www.rusventure.ru/ru/>] [↑](#footnote-ref-19)
20. РВК: краткая информация о компании, Режим доступа: [<http://www.rusventure.ru/ru/company/brief/>] [↑](#footnote-ref-20)
21. Lundvall B.A.National Systems of Innovation.Towards the Theory of Innovation and Interactive Learning. L.: Pintor Publications, 1992 p.195 [↑](#footnote-ref-21)
22. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный  менеджмент:  учебное  пособие. –  М.:  Издательский  дом  ГУ­ВШЭ, 2011. С. 311 [↑](#footnote-ref-22)
23. Иванова Н. Национальные инновационные системы // Вопросы экономики. 2001. №7, С. 24 [↑](#footnote-ref-23)
24. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный  менеджмент:  учебное  пособие. –  М.:  Издательский  дом  ГУ­ВШЭ, 2011. С. 34 [↑](#footnote-ref-24)
25. Попова О. ЕБРР создает венчурные фонды в России [Газета "Коммерсантъ", №182 (900), 03.10.1995](http://www.kommersant.ru/daily/1597) Режим доступа: [<http://www.kommersant.ru/doc/118790/>] [↑](#footnote-ref-25)
26. #  История Американо-Российского Фонда по экономическому и правовому развитию (USRF).Режим доступа: [<http://www.usrf.ru/about/history_rus.html>]

 [↑](#footnote-ref-26)
27. United Nations Economic Commission for Europe, Financing innovative development. New York and Geneva, 2007. P. 56. Режим доступа: [<http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ceci/publications/fid.pdf>] [↑](#footnote-ref-27)
28. Аммосов Ю. Венчурный капитализм от истоков до современности, РАВИ, СПб, 2004. С.374 [↑](#footnote-ref-28)
29. Спицын Д.А. Организационные формы и модели венчурного инвестирования в США: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук, Москва 2010. С. 19 [↑](#footnote-ref-29)
30. Globalizing venture capital: global venture capital insights and trends report 2011, Ernst&Young. Режим доступа:[[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing\_venture\_capital\_\_Global\_venture\_capital\_insights\_and\_trends\_report\_2011/$FILE/Globalizing\_venture\_capital\_Global\_venture\_capital\_insights\_and\_trends\_report\_2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing_venture_capital__Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011/%24FILE/Globalizing_venture_capital_Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011.pdf)] [↑](#footnote-ref-30)
31. Развитие венчурного рынка в России: РВК и Линия права завершили проект по инвестиционному товариществу, Режим доступа: [<http://www.rusventure.ru/ru/press-service/news/detail.php?ID=14426&sphrase_id=20440>] [↑](#footnote-ref-31)
32. Фонд посевных инвестиций РВК. Режим доступа:[ <http://www.rusventure.ru/ru/investments/fpi/>] [↑](#footnote-ref-32)