

## **ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ РЕАЛИИ**

*На сегодняшний день в мировой практике существует ряд проблем, связанных с финансированием инновационной деятельности. Одним из наиболее перспективных путей их решения является применение механизма венчурного финансирования. Авторами рассмотрен опыт зарубежных стран, который представляет интерес с научной точки зрения, а также отражен анализ состояния вышеуказанного механизма в нашем государстве, внесены предложения по формированию рынка венчурного капитала в Республике Беларусь.*

### **Введение**

Современная экономическая система характеризуется постоянно увеличивающейся ролью инноваций, поскольку они являются важнейшей составляющей при

создании наукоемкой продукции, имеющей достаточно высокую степень новизны. Немаловажным фактором здесь выступает и уровень конкурентоспособности.

### Основная часть

Анализ мирового опыта показывает, что все больше возрастает роль венчурного финансирования инновационной деятельности. На сегодняшний день определены три основных рынка венчурного капитала: США и Канада, Юго-Восточная Азия, Европа. Перспективными считаются также рынки Израиля, Индии и Австралии.

Становление венчурного механизма в США как раз совпало с бурным развитием компьютерных технологий, что привело в итоге к созданию таких компаний-гигантов компьютерного бизнеса, как DEC, Apple Computers, Compaq, Sun Microsystems, Microsoft, Lotus, Intel [1, с. 17-18].

В 2007 г. венчурные капиталисты инвестировали 29,4 млрд долл. в 3817 проектов [2]. Рынок венчурного капитала в США на сегодняшний день является самым значительным по объему. Одной из основных особенностей является разнообразие источников финансирования, к которым можно отнести банки, частные и общественные фонды венчурного капитала, государство, страховые компании, крупные промышленные корпорации, пенсионные фонды. Отдельный сектор венчурного бизнеса представляют частные инвесторы, так называемые "бизнес-ангелы", роль которых наиболее существенна на самых ранних стадиях зарождения и формирования компаний. По оценкам американских аналитиков, потенциал "бизнес-ангелов" в венчурном капитале оценивается в объеме 30-40 млрд долл. ежегодно [3, с. 45-51].

Довольно распространена практика бесплатной выдачи лицензий на коммерческое использование изобретений, запатентованных в ходе бюджетных исследований и являющихся собственностью федерального правительства [4, с. 80].

К общим чертам венчурного инвестирования в европейских странах можно отнести следующие:

1. Венчурное инвестирование в Европе в меньшей степени, по сравнению с США, связано с научно-технологическим развитием, несмотря на то, что удельный вес инвестиций в высокотехнологичный комплекс возрастает.
2. Введение в странах ЕС единой валюты евро содействовало формированию единого европейского рынка венчурного капитала.
3. Быстрыми темпами растут транснациональные венчурные фонды.
4. К числу основных источников венчурного капитала относятся банки и пенсионные фонды.
5. Практически во всех странах Западной Европы венчурные инвестиции направлялись на финансирование на этапе расширения фирм [3, с. 57-60].

Великобритания занимает второе место в мире по объемам венчурного капитала после США. Отличительной чертой деятельности венчурных фондов является относительно высокий процент (71%) принадлежащих им активов венчурных фирм. Также особенностью является и наличие альтернативного фондового рынка, на который руководители венчурных фирм выпускают акции своих предприятий на более ранних этапах развития, когда они еще только начинают организовываться, что позволяет инновационным предприятиям привлекать необходимые объемы денежных ресурсов посредством обращения к альтернативному фондовому рынку. Отличительной чертой институциональной среды являются низкие налоги на прирост капитала (10%).

Индивидуальные инвесторы (физические лица) играют наиболее значительную роль в венчурном финансировании в Канаде. Они вкладывают свои денеж-

ные средства в фонды сбережений профсоюзов. В соответствии с законодательством размер индивидуальных вложений в фонд профсоюзов и профессиональных ассоциаций не должен превышать 5 тыс. кан. долл. в год, а изъятие их возможно только по прошествии 8 лет.

Венчурный капитал Германии от других стран отличает: развитие культуры прямых инвестиций; повышение имиджа инновационного предпринимательства; развитие с помощью государственных федеральных и земельных органов инвестиционного и предпринимательского климата; низкая ликвидность компаний, выводимых на фондовый рынок с помощью немецких компаний венчурного капитала; отсутствие крупных пенсионных фондов и активность банков в развитии венчурной индустрии.

Для экономики Франции характерны тесные связи между промышленностью и национальными научно-исследовательскими центрами. Однако возможность привлечения инвестиций через фондовый рынок снижена по сравнению с рядом других европейских стран. Также практически отсутствуют пенсионные фонды, поэтому значительная доля венчурных инвестиций поступает от иностранных инвесторов. Существенную роль в развитии венчурного капитала играет государство [3, с.63-65].

Одной из наиболее интересных и успешных моделей запуска венчурной индустрии и переориентации экономики на инновационно ориентированную модель является модель Израиля (Yozma). Модель состояла в создании государственного венчурного фонда фондов и последующем развитии 10 фондов (каждый с капиталом не менее 20 млн долл.) с участием государства. Данный фонд фондов был создан под руководством Министерства промышленности и торговли Израиля. К фондам предъявлялись требования по наличию одного израильского партнера и одного американского или европейского партнера с опытом и репутацией. В обмен фонд получал 8 млн долл. из фондов Yozma (до 40% от общего размера фонда). В случае успеха фонда была предусмотрена возможность выкупа доли, принадлежащей государству, по стоимости первоначальной инвестиции плюс небольшая процентная ставка. В течение года все 10 фондов с зарубежными партнерами были сформированы (общие чистые инвестиции в них составили 256 млн долл., из которых 80 млн было профинансировано Yozma). В дальнейшем капитал дочерних фондов Yozma был увеличен до 2,9 млрд долл. [5, с. 77-78].

Основным условием формирования экономики ЕС к 2010 г. как динамично развивающейся экономики, основанной на знаниях, является создание единого Европейского исследовательского пространства. Для этого предполагается повысить долю инвестиций в научный сектор с 1,9% до 3% ВВП к 2010 г., при этом 2/3 этих инвестиций предположительно должен обеспечить частный сектор [6].

Рассматривая состояние венчурной индустрии в Российской Федерации, необходимо отметить наличие ее определенных элементов. К началу XXI в. в России насчитывалось около 40 венчурных фондов с суммарным капиталом в 4 млрд долл., однако объем вложенных ими средств за эти годы составил всего 580 млн долл. в 250 проектов [7].

Основными венчурными инвесторами в России являются ЕБРР, правительство США и национальное государство. К потенциальным субъектам венчурного инвестирования могут быть отнесены корпорации, банки, различные фонды. Не следует исключать и возможность вложений средств со стороны населения [3, с. 71-77].

Общий объем привлеченных фондами в России средств составляет от 3 до 5 млрд долл. [7].

Современное состояние и развитие высокотехнологического комплекса России характеризуются следующими особенностями:

- низкая инновационная активность промышленного производства;
- в большинстве случаев позиции России на рынках высокотехнологичных изделий крайне слабы;
- внутренний спрос на высокотехнологичные изделия остается по-прежнему на низком уровне по причине высокой конкурентоспособности зарубежных товаров;
- самообеспеченность российской экономики высокотехнологичной продукцией остается слишком низкой;
- большинство предприятий предпочитают заниматься продуктовыми инновациями, т.е. закупкой готового оборудования, использованием НИОКР для совершенствования действующего производства и др.;
- в высокотехнологичном комплексе не завершено формирование крупных научно-производственных структур [3, с. 114-115].

Государство должно научиться включать частный бизнес в решение государственных задач за счет создания привлекательных условий: венчурной инфраструктуры, внесения изменений в законодательство, введения поправок в закон об инвестиционных фондах, изменения соотношения риск – доходность и др. [5, с. 83-84].

В Японии основные усилия направлены на финансирование поздних стадий развития венчурных фирм, так как компании венчурного капитала являются в большинстве своем дочерними предприятиями традиционно-консервативных финансовых институтов. Государство активно стимулирует развитие венчурного бизнеса. Огромным резервом для развития венчурного бизнеса здесь также являются сбережения населения. В Японии интеграция университетов и корпоративного сектора экономики слаба вследствие того, что Министерство финансов, через которое идут финансовые потоки от корпораций к науке, до 1/3 суммы оставляет у себя в качестве накладных расходов [3, с. 69-70].

Проникновение иностранных инвесторов венчурного капитала на рынок ЦВЕ вызвано как причинами внешнего характера, так и внутренними причинами, связанными с привлекательностью этого региона для венчурного финансирования. В последнем случае речь идет о следующих факторах:

- 1) переход государств ЦВЕ к новому этапу экономических преобразований;
- 2) совершенствование юридических норм и правил торговли. Постепенно расширяется процесс совершенствования рынка капитала и правового обеспечения;
- 3) появление нового поколения менеджеров [3, с. 71-72].

Основой “китайской” специфики венчурного бизнеса является то, что китайское правительство во второй половине минувшего века рассматривало науку и технологии как основополагающие аспекты развития страны. Особенностью Китая является определяющая роль государства в отрасли венчурных инвестиций. Выделим три направления, по которым государство воздействовало на развитие отрасли: децентрализация власти; предоставление непосредственной финансовой поддержки венчурным проектам; создание институциональной среды для благоприятного развития венчурного бизнеса. Все венчурные фонды, оперирующие в Китае, можно подразделить на четыре типа: государственные венчурные фонды; университетские венчурные фонды; корпоративные венчурные фонды; иностранные венчурные фонды [8].

В нашей стране официально зарегистрированные венчурные фонды пока отсутствуют, несмотря на то что на практике предприниматели в отдельных слу-

чаях пытаются организовать свой капитал в форме венчурного. Государственной программой инновационного развития Республики Беларусь на 2007-2010 гг., утвержденной Указом Президента страны, венчурные организации и фонды рассматриваются в качестве перспективных элементов национальной инновационной инфраструктуры [9].

Однако на сегодняшний день обозначенные программные положения носят в высокой степени декларативный характер, поскольку механизм венчурного финансирования пока не нашел реального воплощения в отечественной практике, а его формирование выступает в качестве одной из задач национальной инновационной политики.

### Заключение

Предметом венчурного финансирования в Республике Беларусь должны прежде всего являться предприятия и производства с преобладанием пятого и шестого технологических укладов, а также инновационно активные субъекты хозяйствования с преобладанием более низких технологических укладов. Оно призвано обслуживать инновационное предпринимательство и сочетаться с выполнением нефинансовых функций в области организации производства и менеджмента.

Формировать венчурный капитал фондов, направляемый на рискованные инвестиции, потенциально возможно за счет:

- 1) средств республиканского и местных бюджетов;
- 2) финансовых ресурсов республиканских министерств и ведомств;
- 3) части прибыли Национального банка Республики Беларусь;
- 4) доходов от приватизации государственной собственности;
- 5) средств различных финансовых фондов, в том числе Белорусского инновационного фонда, а также пенсионных фондов;
- 6) добровольно перечисляемой прибыли предприятий и организаций, освобождаемой от налогов;
- 7) добровольных пожертвований физических лиц;
- 8) денежных средств зарубежных фирм и международных организаций;
- 9) поступлений от уставной деятельности венчурных фондов.

Исходя из анализа норм действующего Гражданского кодекса Республики Беларусь в качестве организационно-правовых форм венчурных фондов на сегодняшний день могут выступать [10]:

- 1) полное товарищество;
- 2) коммандитное товарищество;
- 3) общество с ограниченной ответственностью;
- 4) общество с дополнительной ответственностью;
- 5) открытое акционерное общество;
- 6) закрытое акционерное общество;
- 7) унитарное предприятие (полностью государственные и имеющие лишь одного учредителя частные венчурные фонды могут существовать только в форме унитарного предприятия).

Следует отметить, что по своей сути венчурный фонд является коммерческой организацией. В связи с этим он не может существовать в такой организационно-правовой форме, закрепленной Гражданским кодексом, как "фонд". Это связано с тем, что в соответствии с указанным кодексом фондом признается не имеющая членства некоммерческая организация, учрежденная гражданами и (или) юридическими лицами на основе добровольных имущественных взносов, преследующая социальные, благотворительные, культурные, образовательные или иные общественно-полезные цели [10].

В перспективе, по мере развития в республике венчурной индустрии, может возникнуть необходимость специального закрепления в Гражданском кодексе такого вида юридического лица, как "венчурный фонд" в качестве самостоятельной организационно-правовой формы субъектов хозяйствования.

Реализация государственной инновационной политики в целом невозможна без соответствующего законодательного обеспечения. Как следствие, важным вопросом в условиях современной Беларуси является формирование необходимой правовой базы, с одной стороны, регламентирующей порядок осуществления венчурной деятельности, а с другой стороны, стимулирующей потенциальных инвесторов к участию в ее осуществлении. В этой связи представляется целесообразной разработка и последующее принятие на государственном уровне Закона Республики Беларусь "О венчурной деятельности и мерах государственной поддержки ее осуществления". В указанном нормативном правовом акте следует законодательно закрепить:

- 1) основополагающие понятия, связанные с венчурной деятельностью (венчурный фонд, венчурная организация, венчурное финансирование, венчурный инвестор);
- 2) концептуальные основы, принципы, основополагающие характеристики национальной модели венчурного финансирования, место и роль в ней белорусского государства;
- 3) формы непосредственного государственного участия в механизме венчурного финансирования (в том числе какие полностью государственные венчурные фонды следует создать, каким образом и в каких размерах государство будет принимать участие в формировании государственно-частных и частно-государственных венчурных фондов);
- 4) основные критерии инновационных проектов, при соблюдении которых возможно их финансирование из полностью государственных и государственно-частных венчурных фондов;
- 5) порядок проведения экспертизы инновационных проектов, финансирование которых предполагается осуществлять из средств полностью государственных и государственно-частных венчурных фондов;
- 6) создание государственных гарантийных фондов, которые позволят уменьшить риск финансирования венчурными фондами инновационных проектов и тем самым простимулируют их движение от более поздних этапов инвестирования к начальным;
- 7) меры государственной поддержки потенциальных венчурных инвесторов, в том числе иностранных (предоставление государственных гарантий, налоговых льгот);
- 8) меры государственной поддержки венчурных организаций, реализующих инновационные проекты, профинансированные венчурными фондами (прежде всего соответствующие налоговые льготы).

Учитывая продолжительность законотворческого процесса, на первоначальном этапе указанные положения, регламентирующие осуществление в стране венчурной деятельности, могут быть закреплены Декретом либо Указом Президента Республики Беларусь.

Вместе с тем следует учитывать, что необходимой предпосылкой успешного функционирования венчурной индустрии является наличие в стране развитого рынка ценных бумаг. В этой связи развитие фондового рынка как одного из атрибутов современной рыночной экономики становится для Беларуси важной предпосылкой ее будущего успешного инновационного развития. В перспективе речь может идти о создании в республике специализированной биржи для торговли ценными бумагами венчурных фирм по аналогии с американской NASDAQ.

Как один из вариантов действий возможна ориентация на создание в Беларуси сети венчурных фондов для поддержки малых инновационных предприятий, имеющей следующую структуру:

- 1) республиканский фонд – головное звено сети, создаваемое Советом Министров республики;
- 2) региональные фонды в областях и городе Минске, создаваемые по решению органов исполнительной власти регионов страны;
- 3) отраслевые фонды, создаваемые в соответствии с решениями республиканских министерств, ведомств, концернов;
- 4) специализированные фонды для поддержки малого инновационного бизнеса по отдельным программам (например, “Биотехнология”, “Программное обеспечение”, “Информационные технологии”);
- 5) международные (двусторонние или многосторонние) фонды, способствующие вовлечению малого и среднего инновационного бизнеса в инвестиционное сотрудничество и обеспечивающие поддержку совместных венчурных проектов;
- 6) иные венчурные фонды.

В качестве конкретной организационно-правовой формы функционирования республиканского, региональных и отраслевых фондов видится акционерное общество, в котором 51% акций закреплен, соответственно, за Республикой Беларусь, соответствующей административно-территориальной единицей и соответствующим министерством либо ведомством. В качестве других отечественных учредителей республиканского венчурного фонда может быть ряд наиболее доходных субъектов хозяйствования республики. Миноритарными акционерами региональных и отраслевых венчурных фондов могут быть наиболее доходные предприятия, расположенные на территории соответствующей области либо входящие в структуру соответствующего министерства.

Участники республиканского, региональных и отраслевых фондов должны иметь возможность получать на льготных условиях финансирование реализуемых ими инновационных проектов за счет средств соответствующего фонда.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. **Кемпбелл, К.** Венчурный бизнес: новые подходы / К. Кемпбелл; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 248 с.
2. **Кокурин, Д.И.** Финансовые источники инновационной деятельности отечественных предприятий / Д.И. Кокурин // Проблемы прогнозирования. – 1999. – № 1. – С. 19-28.
3. **Каржаув, А.Т.** Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО «Издательство “Экономика”», 2006. – 239 с.
4. Материалы Международного форума “Инновационные технологии и системы” / редакционный комитет: А.В. Базекин [и др.]. – Минск: ГУ “БелИСА”, 2006. – 155 с.
5. **Родионов, И.И.** РВК как форма государственной поддержки формирования института венчурных инвестиций в России / И.И. Родионов, Н.Н. Дмитриев // Корпоративные финансы. – 2007. – № 3. – С. 77-84.
6. **Денисов, Г.А.** Организация инновационной деятельности в строительном комплексе / Г.А. Денисов, М.И. Каменецкий // Проблемы прогнозирования. – 2002. – № 4. – С. 50-61.
7. **Нехорошева, Л.Н.** Модели государственного регулирования развития венчурной деятельности: мировой опыт и проблемы стран СНГ / Л.Н. Нехорошева, С.А. Егоров. – Режим доступа: [iee.org.ua/files/alushta/32-nehorosheva-modeligos.pdf](http://iee.org.ua/files/alushta/32-nehorosheva-modeligos.pdf)
8. **Киреев, А.Н.** Международная экономика / А.Н. Киреев. – М.: Юристъ, 1999. – 317 с.
9. Национальная инновационная система Республики Беларусь. – Минск: ГУ БелИСА, 2007. – 112 с.
10. Гражданский кодекс Республики Беларусь. – Мн.: Право и экономика, 2006. – 520 с.