

УДК 330.322

**Д.С. ВАХРУШЕВ,**

*доктор экономических наук, профессор,*

**К.А. КУЛЕБЯКИН,**

*аспирант*

*Ярославский государственный университет имени П.Г. Демидова*

## **ФОРМИРОВАНИЕ АДЕКВАТНЫХ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ УСЛОВИЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ФОНДОВ В СТРАТЕГИЧЕСКОМ НАПРАВЛЕНИИ РАЗВИТИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РОССИИ**

*Одним из стратегических направлений развития инновационной деятельности в России является расширение участия частного капитала в ее инвестировании. В статье проанализирован опыт применения отечественной институциональной формы закрытых паевых инвестиционных фондов венчурных инвестиций (ЗПИФ ВИ). Выявлены место и роль данного механизма в системе инвестирования инноваций в России. В работе обоснован вывод о необходимости обращения к международной практике венчурного инвестирования в части использования организационно-правовой формы limited partnership как образца для создания «посевных» венчурных фондов и участия в их капитале средств индивидуальных частных инвесторов.*

Опыт прямого и венчурного инвестирования в России свидетельствует, что большинство частных фондов, например Российский технологический фонд, «Русские технологии», фонды под управлением *Mint Capital, Baring Vostok Capital Partners, Delta Private Equity Partners*, зарегистрированы за рубежом [1]. Во многом это было предопределено как доминирующей ролью иностранных инвесторов в их капитале, так и отсутствием в России адекватной институциональной формы для работы фондов такого типа.

Венчурных фондов, зарегистрированных в России и образованных капиталом частных инвесторов, очень немного. Самые известные из них – «Финам – Информационные технологии», фонды управляющих компаний «Атланта» и «НИКОР» [1]. Однако в настоящее время заметен интерес к регистрации венчурных фондов и в российском правовом поле, что обусловлено активизацией правительственных программ софинансирования государственно-частных венчурных фондов, первые из которых начали создаваться в 2000 г. и предполагают российскую регистрацию [2].

Важный этап в данном направлении начался в 2006 г. с учреждением государственных институтов развития [3; 4] и продолжается по настоящее время. При этом необходимо отметить, что в США, где сложились наиболее благоприятные условия для развития инновационной отрасли, как совокупности субъектов и объектов инновационной деятельности, взаимодействующих в процессе создания и реализации инновационной продукции [5], сектор «посевных» инвестиций, обеспечивающий поток проектов для венчурных фондов следующих стадий, в значительной степени финансируется за счет частных инвесторов – бизнес-ангелов [6]. Однако в России для деятельности данной категории венчурных инвесторов еще не созданы достаточно благоприятные институциональные условия.

В связи с этим государство, регулируя инновационную сферу, должно сосредоточивать свои усилия там, где обнаруживаются барьеры для ее развития, а именно на создании благоприятных условий для увеличения инновационных проектов «посевной» стадии в рамках государственно-частного партнерства с привлечением средств как

институциональных, так и неформальных инвесторов. Среди ключевых направлений, требующих законодательных нововведений, по-нашему мнению, можно выделить удобство институциональных форм образования венчурных фондов, ориентированных на стартующие проекты, для эффективного сотрудничества бизнес-ангелов и государственных институтов развития.

Поэтому для исследований, с целью повышения эффективности организационно-экономических форм венчурных фондов, представляют интерес следующие научные задачи:

1. Выявление роли и места закрытых паевых инвестиционных фондов венчурных инвестиций (ЗПИФ ВИ) в системе инвестирования инновационной деятельности на современном этапе.

2. Уточнение имеющихся проблем в сфере функционирования венчурных фондов в России, степени их взаимосвязи с соответствующими институциональными механизмами инвестирования инноваций и разработка рекомендаций по повышению эффективности применения действующей формы ЗПИФ ВИ.

3. Конкретизация стратегических направлений развития инновационной деятельности на основе анализа венчурных механизмов ее инвестирования применительно к текущим отечественным условиям.

Отметим при этом, что общие вопросы развития инвестирования инновационной деятельности достаточно широко разработаны с научной точки зрения. Теоретические аспекты, зарубежный опыт функционирования субъектов рынка венчурного капитала исследовали Б.Н. Кузык [7], С.Ю. Ягудин [8] и др. Особенности функционирования российской венчурной отрасли, возможности применения зарубежного опыта в российской практике освещены в работах В.Г. Зинова [9], А.И. Каширина [1] и др. Отдельные теоретические и практические аспекты функционирования ЗПИФов ВИ исследованы в работах А.И. Каширина [1], И.Р. Агамирзяна [10], В.Г. Зинова [9]. Однако исследования перечисленных авторов не затрагивали в значительной мере проблемы функционирования и развития формы ЗПИФ ВИ.

Рассматривая развитие сектора инновационного и венчурного предпринимательства как единого комплекса, мы выявили несоответствие многократно возросших финансовых ресурсов

венчурных фондов в России, созданных в форме ЗПИФ ВИ, малой пропускной способности «посевого» сектора инвестирования инновационной деятельности (бизнес-ангелов и специализированных «посевных» фондов) вследствие его неразвитости (табл. 1).

«Бизнес-ангельский» и «посевной» секторы в России невелики и поддерживают лишь ограниченное число проектов, тогда как венчурные фонды государственных институтов развития располагают уже серьезными финансовыми ресурсами и способны поддержать больше проектов, чем та масса успешно прошедших начальный этап компаний, которые были профинансированы бизнес-ангелами и «посевными» фондами.

**Таблица 1**  
**Распределение объемов и числа венчурных и прямых инвестиций по стадиям, доля инвестиций разных стадий в общем объеме инвестированного капитала (совокупно отечественного и иностранного) [11]**

Инвестиционные стадии	Показатели	Годы			
		2007	2008	2009	2010
Посевная и начальная, а также ранняя стадии	Число инвестиций	34	67	48	78
	Объем инвестиций, млн долл.	108	162	123,75	151,30
	Доля в общем объеме инвестиций, %	11	11	24	6
Стадии расширения, реструктуризации и поздние	Число инвестиций	51	53	21	45
	Объем инвестиций, млн долл.	909	1310	384,15	2343,54
	Доля в общем объеме инвестиций, %	89	89	76	94

Из табл. 1 видно, что объем инвестиций на венчурных стадиях, под которыми понимаются инвестиции на «посевной» и начальной, а также ранней стадиях, составил лишь около 151 млн долл. При этом инвестиции на ранней стадии многократно превосходили инвестиции на «посевной» и начальной стадиях: 131,78 млн долл. против 19,51 млн долл. соответственно. В 2010 г. на стадиях расширения и реструктуризации зафиксировано 45 сделок на сумму 2 243,55 млн долл., при этом доля вложений на этих стадиях (около 94% за 2010 г.) по-прежнему является преобладающей (в 2009 г. – 76%).

Анализ показывает, что наиболее эффективно в России работают ЗПИФы ВИ с объемом от 1 млрд руб., которые значительно превышают потребности «посевого» инвестирования [9]. Размер этих фондов позволяет покрывать инфраструктурные издержки на их содержание. В числе крупных фондов – венчурные ЗПИФы ОАО «РОСНАНО», основанной в 2007 г., которые ориентированы на производственные проекты в области нанотехнологий. За 2008–2010 гг. наблюдательный совет ОАО «Роснано» одобрил 104 проекта с общим бюджетом 347 млрд руб. и долей компании в объеме 140,1 млрд руб. [12].

Таким образом, механизмы инвестиционного обеспечения инноваций как организационно-экономические формы осуществления деятельности по размещению венчурного капитала, способствующие ее проведению, поиску инновационных проектов, а также стимулированию и регулированию этой деятельности [13], представленные в России исключительно ЗПИФ ВИ, в настоящее время работают недостаточно эффективно, что отражается на результативности всей системы венчурного инвестирования в целом. Так, при наличии в России более 80 венчурных фондов, с совокупным капиталом, составляющим, по разным оценкам, от 2 до 5 млрд долл. (по состоянию на конец 2010 г.), многие из них правильнее относить к фондам прямых, а не венчурных инвестиций, из-за их предпочтения инвестировать поздние стадии развития предприятий [14].

Известно, что важным условием трансформации свободного частного капитала в венчурный, «посевной» и интенсивный вид деятельности является удобство и приспособленность существующих институциональных форм его функционирования к такому виду деятельности [10]. Данный фактор, наряду с наличием у частных инвесторов желания к совершению венчурных сделок, а также достаточным количеством инвестиционно-привлекательных проектов, определяет емкость частного рынка венчурного капитала. Следовательно, созданию емкого венчурного рынка будет способствовать увеличение свобод в образовании новых венчурных фондов (уменьшение требуемого минимального объема фондов, отмена лицензирования управляющих компаний и т.п.) совместно с расширением участия в нем частного капитала. Данные послабления в регулировании мы считаем

возможными и социально безопасными ввиду применения данных форм в проектах с преобладающей долей частного капитала, где ответственность за результат деятельности целиком лежит на частных инвесторах. Таким образом, решается задача предоставления финансовой поддержки большому количеству проектов «посевной» стадии одновременно для расширения инновационного сегмента российской экономики.

Стратегические направления развития инновационной деятельности в России целесообразно представить в виде структурной схемы (рис. 1).

В табл. 2 представлены мероприятия, предлагаемые к проведению на государственном уровне, которые могли бы способствовать ускорению развития малого инновационного бизнеса на «посевной» и ранних стадиях развития.

В результате анализа в исследовании вопросов взаимодействия агентов венчурной отрасли именно организационно-экономического характера мы выявили несоответствие существующей формы венчурного коллективного инвестирования (ЗПИФ ВИ) для объединения капитала индивидуальных частных инвесторов в относительно небольшие фонды (до 25 млн руб.), в том числе в рамках государственно-частного партнерства.

Этот факт свидетельствует о необходимости наличия в российском законодательстве соответствующей институциональной формы венчурных фондов для инвестирования проектов «посевной» стадии с широким применением частного капитала и возможности конкуренции этого капитала для целей саморазвития инновационной системы в России. В этой связи актуальным для развивающейся отечественной венчурной отрасли является введение новой либо приспособление существующей институциональной формы для деятельности частных венчурных фондов, с целью быстрого увеличения количества участников венчурной отрасли, что могло бы привести к развитию отечественной инновационной деятельности по сценарию экономически развитых стран, где инициатива в этом направлении принадлежит малому частному бизнесу. Введение в российскую практику инвестирования формы венчурных фондов в виде партнерства с ограниченной ответственностью участников [15] как отечественного аналога принятой в мировой практике формы инвестирования

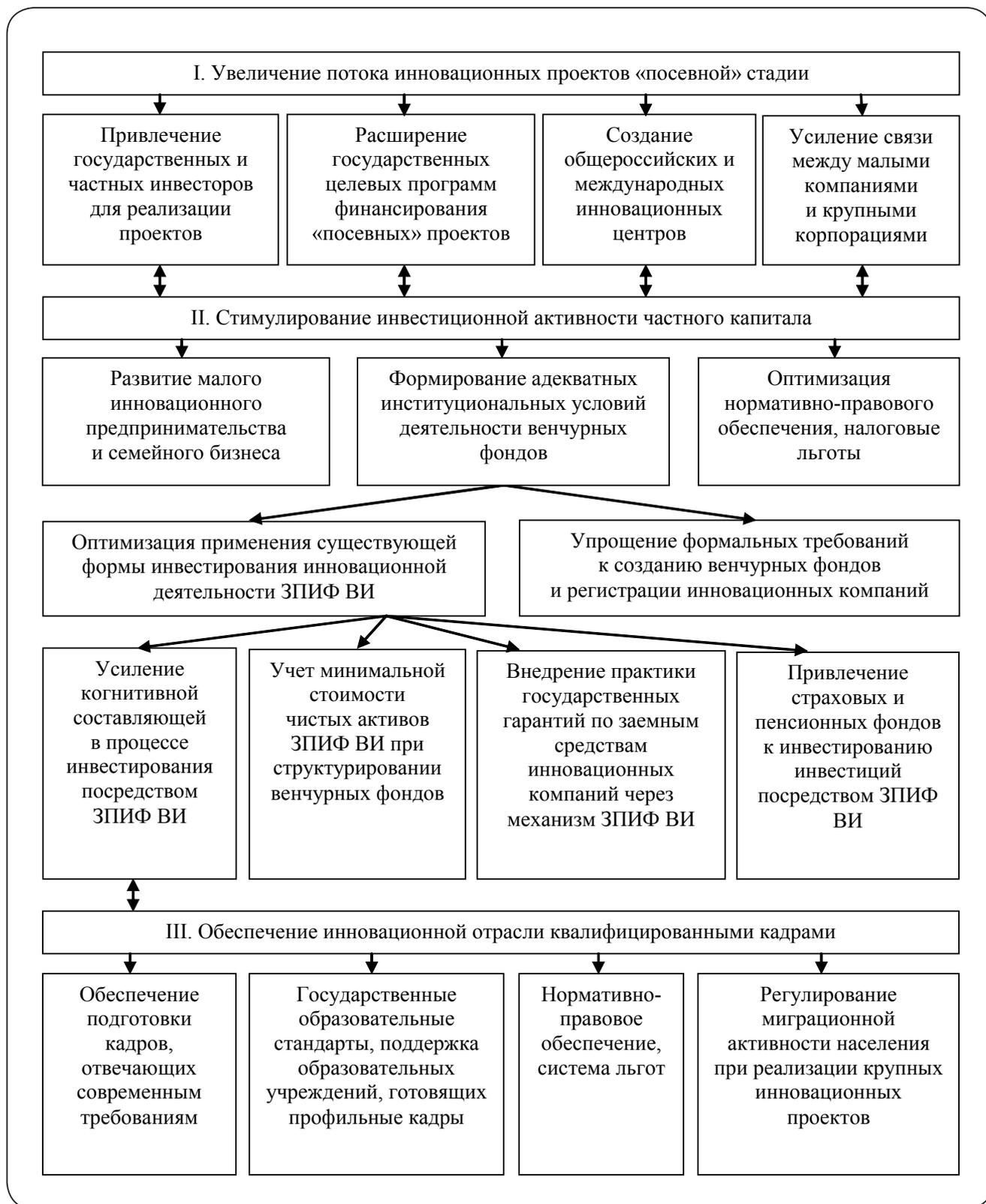


Рис. 1. Стратегические направления развития инновационной деятельности в России

Таблица 2

**Меры по развитию системы венчурного инвестиционного обеспечения  
инновационной деятельности в России**

Мероприятие	Ожидаемый результат
Увеличение объема средств, выделяемых на «посевное» финансирование в рамках существующих государственных программ на федеральном и региональном уровнях	– Увеличение потока инновационных проектов на «посевной» и ранних стадиях; – стимулирование инвестиционной активности в инновационной сфере
Снижение административных и налоговых барьеров при открытии инновационных компаний и при осуществлении венчурных инвестиций	
Запуск новых государственных программ финансирования малых инновационных компаний ранних стадий развития	
Стимулирование крупных корпораций инвестировать в малые инновационные компании ранних стадий развития на основе создания совместных фондов «посевого» инвестирования, целевых корпоративных фондов, а также размещать заказы у малых инновационных предприятий	
Осуществление поддержки и развития «бизнес-ангельского» сектора за счет создания благоприятных условий для перехода в этот сектор капитала из других отраслей экономики через формирование адекватных для этого нормативных организационно-экономических и налоговых условий	
Системный подход к развитию механизмов инвестиционного обеспечения инновационной деятельности, направленный на формирование кластеров взаимосвязанных инновационных проектов, отказ от практики пассивного инвестирования отдельных венчурных проектов в регионах с переходом на практику активного развития межрегионального инновационного потенциала	Расширение участия частного бизнеса в инвестиционном обеспечении инновационной деятельности
Применение принципов инновационного взаимодействия: – создание единого информационного научно-технического пространства; – создание межрегиональной системы подготовки кадров для венчурной индустрии и повышения квалификации специалистов для инновационной деятельности; – развитие рынка венчурного капитала и активизация способов его использования в целях экономического развития проблемных секторов экономики и депрессивных с точки зрения предпринимательства регионов; – содействие процессам коммерциализации результатов интегрированной научно-технической и инновационной деятельности	– Обеспечение инновационной отрасли квалифицированными специалистами; – активизация венчурных фондов, ориентированных на инновационные предприятия более поздних стадий

инновационных компаний – *limited partnership*, по нашему мнению, будет способствовать расширению привлечения частных отечественных и иностранных инвестиций, включая проведение совместного финансирования в инновационных компаниях, образованию «потока» проектов на «посевной» и ранней стадии, наиболее востребованных национальной инновационной системой на современном этапе ее развития.

Ввиду того, что институциональная форма ЗПИФ ВИ, благодаря многочисленным доработкам и преобразованиям, является работоспособным механизмом для коллективного венчурного инвестирования проектов «посежных» стадий, не лишенным свойственных только ему преимуществ, мы считаем актуальным ряд рекомендаций по повышению эффективности применения данной формы для структурирования венчурных фондов:

– усиление когнитивной составляющей в процессе инвестирования инновационной деятельности посредством венчурных ЗПИФов;

– учет минимальной экономической целесообразности чистых активов ЗПИФа ВИ при принятии решения о форме структурирования венчурного фонда;

– учет особенностей инвестиционного и финансового анализа при принятии решений об инвестировании посредством ЗПИФов ВИ, предусматривая предпочтение вложений фондами в венчурные предприятия на стадии расширения;

– возможность в перспективе привлечения средств страховых и пенсионных фондов для инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России с применением ЗПИФов ВИ и использованием механизма государственных гарантий по их вложениям.

Заметим, что в большинстве экономически развитых стран значительным, а в отдельных случаях и основным, источником капитала венчурных фондов являются страховые и пенсионные фонды, обладающие необходимыми долгосрочными денежными ресурсами. В данной связи представляется целесообразным участие средств подобных фондов в России в инвестировании

инновационной деятельности посредством механизма венчурных ЗПИФов с учетом нормативно закреплённой возможности управляющих компаний ЗПИФов ВИ совмещать управление паевыми фондами с управлением резервами негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний. Такие преимущества данного инструмента, как полная законодательная регламентация и надёжность, особенно актуальны ввиду социальной значимости предлагаемых источников капитала для инвестирования особо масштабных проектов. Кроме того, учитывая высокие риски, в данном случае представляется оправданным применение модели государственно-частного партнерства как эффективного способа привлечения частных инвестиций в инновационный сектор экономики.

Таким образом, анализ практики применения отечественного венчурного механизма ЗПИФ ВИ выявил, применительно к текущим отечественным условиям развития инновационной деятельности, необходимость реализации на стратегическом уровне таких направлений, как: увеличение потока инновационных проектов «посевной» стадии, стимулирование инвестиционной активности частного капитала (включает оптимизацию применения ЗПИФ ВИ как формы инвестирования инноваций) и обеспечение инновационной отрасли квалифицированными кадрами. Место формы ЗПИФ ВИ в системе инвестирования инновационной деятельности обусловлено ее соответствием лишь для создания крупных фондов, на современном этапе превышающих потребности «посевого» финансирования. Для устранения имеющейся проблемы отсутствия отечественной адекватной формы для создания небольших «посевных» фондов мы считаем необходимым введение в российскую практику инвестирования аналога международной институциональной формы венчурных фондов – *limited partnership*. С учетом прогнозируемого развития российской инновационной отрасли, ЗПИФ ВИ является перспективной институциональной формой для венчурных фондов в случае реализации рекомендаций по повышению эффективности ее применения.

*Ключевые слова:* инновационная деятельность, венчурные инвестиции, институциональные формы инвестирования, закрытые паевые инвестиционные фонды, инвестиционное партнерство, проекты «посевной» стадии.

### Список литературы

1. Каширин А.И., Семенов А.С. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: учеб. пособие. – М.: Изд-во «Дело» АНХ, 2010. – 260 с.
2. Гуриева Л.К. О некоторых проблемах развития российского венчура // Финансы. – 2007. – № 1. – С. 16–19.
3. Об ОАО «Российская венчурная компания»: постановление Правительства РФ от 24.08.2006 № 516 // СПС «Гарант».
4. О российской корпорации нанотехнологий: Федеральный закон от 19.07.2007 № 139-ФЗ (в ред. от 31.05.2010 № 107-ФЗ) // СПС «Гарант».
5. Основные направления политики Российской Федерации в области развития инновационной системы на период до 2010 г.: утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 05.11.2005 № 2473п-П7 // СПС «Гарант».
6. Каширин А.И., Семенов А.С. Проблема современного этапа инновационного развития России – дефицит финансирования на «посевной» стадии // Инновации. – 2007. – № 9. – С. 16–18.
7. Кузык Б.Н., Кушлин В.И., Яковец Ю.В. Прогнозирование, стратегическое планирование и национальное программирование. – М.: Экономика, 2009. 575с.
8. Ягудин С.Ю. Венчурное предпринимательство. Франчайзинг: учеб.-метод. комплекс. – М.: Изд. центр ЕАОИ, 2008. – 272 с.
9. Зинов В.Г., Хасин А.А., Дайловский С.А. Концепция «посевого» инвестирования в инновационный бизнес России // Инновации. – 2009. – № 4. – С. 54–61.
10. Агамирзян И. В венчурной индустрии деньги – необходимый компонент, но недостаточный: интервью с генеральным директором Российской венчурной компании Игорем Агамирзяном // Рынок ценных бумаг. – 2010. – № 1. – С. 13–16.
11. Предварительный обзор рынка: Прямые и венчурные инвестиции в России 2010. – СПб.: РАВИ, 2011. – 50 с.
12. URL: [www.rusnano.com](http://www.rusnano.com)
13. Вахрушев Д.С., Кулебякин К.А. Управление инвестиционным обеспечением инновационных компаний через венчурный закрытый паевой инвестиционный фонд // Актуальные проблемы развития российской экономики в условиях формирования информационного общества: межвуз. сб. науч. тр. – Ярославль: Аверс Плюс, НИИ «Кассиопея», 2008. – С. 180–186.
14. Малыгин Л. Головоломка эффективности // Эксперт Северо-Запад. – 2011. – № 1. – С. 34–36.
15. Об инвестиционном партнерстве: Проект Федерального закона. – URL: [http://www.unova.ru/article/limited\\_partnership\\_fed\\_law\\_project](http://www.unova.ru/article/limited_partnership_fed_law_project)
16. Вахрушев Д.С., Пильников В.О. Инновации и институты в информационной экономике. – Кострома: Изд-во КГУ, 2005. – 176 с.

*В редакцию материал поступил 25.05.11*