

ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Козичева Е.В., кандидат экономических наук, доцент
Национального исследовательского университета
Высшей школы экономики (г. Н. Новгород)

Экономический рост, наметившийся в России в последнее время, определяется в основном добычей и продажей невозпроизводимых сырьевых ресурсов. Эта тенденция не может быть бесконечной. Необходимо изменить структурную составляющую роста, добиваясь значительного увеличения доли инновационных отраслей экономики.

Одна из задач, которую необходимо решить в контексте вышеизложенного, это задача повышения эффективности использования современных инструментов и методов привлечения инвестиций в инновационный сектор экономики. Венчурный капитал — это финансовое звено инновационной инфраструктуры. Он порождает синергетический эффект, объединяя носителей инновационной идеи с носителями капитала. Его основное назначение — решить проблему финансовой недостаточности инновационных проектов.

В сегодняшней России венчурная индустрия сильно отстает от западных стран. В последние пять лет отрасль прямых инвестиций в России пережила значительный подъем. Однако кризис на мировых финансовых рынках в сово-

купности с трансформацией экономической ситуации прервали этот тренд с потенциально тяжелыми последствиями для фондов, портфельных компаний и всей экономики в целом. Экономический кризис сильно повредил неокрепшую систему венчурного финансирования в России.

В 2010 году совокупный объем капиталов, аккумулированный в фондах, работающих на российском рынке прямого и венчурного инвестирования, вырос относительно предыдущего периода примерно на 10,5% и достиг величины 16,8 млрд. долл. (15,2 млрд. долл. в 2009 году). Можно констатировать, что темпы прироста капиталов фондов незначительно увеличились в сравнении с кризисным для всей индустрии 2009 годом, когда прирост составил 6% относительно уровня 2008 года. Десятипроцентный рост совокупных капиталов фондов в 2010 году выглядит несопоставимым с ростом, наблюдавшимся в более отдаленных докризисных периодах. Например, в 2008 году прирост капиталов составлял примерно 40% по сравнению с 2007 годом, а в 2007 году — около 60% по сравнению с 2006 годом.

ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ

В абсолютном выражении объем вновь привлеченных в фонды финансовых средств составил величину порядка 1,74 млрд. долл., что примерно на треть превышает аналогичный показатель 2009 года, когда величина привлеченных капиталов составила 1,31 млрд. долл.¹

В целом, несмотря на поступательное движение российского рынка прямых (венчурных) инвестиций в последние годы, имеет место мнение, что для иностранных инвесторов пока, к сожалению, более привлекательными являются рынки других развивающихся стран, помимо России.

По данным российской венчурной компании, в России в 2011 году было создано более полутора десятков новых венчурных фондов. Их совокупный объем финансовых ресурсов составил около тридцати млрд. рублей. В 2010 году количество сделок и соглашений в рамках отрасли измерялось десятками, а уже в 2011 году их величина составила более двух сотен. Основной объем средств, которые инвестировали венчурные капиталисты в 2011 году, был направлен в высокотехнологичные проекты в сфере информационных технологий, энергетики, здравоохранения и др.

Сегодня в России большое значение имеет механизм государственного регулирования процессами развития высокотехнологического комплекса и венчурной индустрии в целом.

Инструменты этого механизма можно объединить в три группы. Первая — нормативно-правовая группа, включающая такие элементы как интеллектуальная собственность, система льгот, в том числе налоговые, мотивация труда, ста-

тус территории с высокой концентрацией научно-технического потенциала, разграничение полномочий между федеральным центром и субъектами Российской Федерации. Вторая — это экономическая группа. Она состоит из государственных гарантий, госзаказов, контрактов, страхования и залогов, совершенствования налоговой системы в пользу приоритетных направлений, совершенствования аппарата планирования и прогнозирования в сфере научно-технического прогресса, эффективного использования финансово-кредитных рычагов, таможенных льгот. К третьей — управленческой группе относятся инструменты, которые способствуют совершенствованию управления государственной собственностью в разных видах в интересах развития высокотехнологического комплекса, активизации инновационной деятельности в стране. Здесь можно отметить политику протекционизма, продвижение продукции на внешние рынки, подготовку и переподготовку управленческих кадров.

Понятие венчурная система нельзя сводить лишь к совокупности институтов венчурной индустрии. Это не только множество элементов, это множество процессов, отношений, взаимосвязей, находящихся в постоянной динамике.

Основываясь на опыте стран с развитой национальной системой венчурного финансирования, можно выделить основные задачи, стоящие перед Россией в этой области. Прежде всего — это создание спроса на венчурный капитал за счет содействия развитию инновационных предприятий и перевод их в направление научно-технического развития. Во-вторых, необходимо обеспечить рост предложения венчурных инвести-

¹ Обзор индустрии венчурного капитала от Dow Jones VentureSource. 2011. — Режим доступа: venture-news.ru.

ций. Безусловно, инструментами для достижения этой задачи являются: создание венчурных фондов со 100% или частичным участием государственного капитала, кредиты участникам фонда, предоставление грантов в более крупных объемах, развитие неформального сектора венчурного финансирования. Важным является процесс содействия формированию венчурных союзов и консорциумов.

Задачи, по развитию национальной системы венчурного финансирования, не являются уникальными и инструменты их достижения соответствуют таковым из ряда стран с развитым уровнем венчурного инвестирования, таких как США, Израиль, Финляндия. В настоящее время инструментарий венчурного финансирования в России весьма слабо развит. Проблема состоит в несовершенстве правового, технического и организационного обеспечения различных аспектов инвестиционной поддержки инновационной деятельности. В нашей стране только зарождаются отдельные элементы сложной инфраструктуры поддержки венчурной деятельности (венчурные фонды, экспертные и консалтинговые службы, компании по управлению венчурными предприятиями и проектами, специализированные информационные службы и др.). В основной своей массе российские исследователи, ученые, изобретатели — разработчики новых продуктов и услуг — не владеют достаточными знаниями в области венчурного финансирования инновационной деятельности. Не говоря уже о том, что знания эти касаются не только процесса в целом, а имеют свою специфику, связанную с жизненным цик-

лом проекта. Слабая инновационная активность многих предприятий связана с отсутствием достаточных экономических стимулов в среде производителей, что во многом обусловлено весьма низким потребительским спросом на инновации на внутреннем рынке.

Зарубежная практика предлагает сегодня разнообразные модели венчурного финансирования инновационных проектов. Но одна из основных особенностей этого процесса, которая присуща практически всем моделям, является дробность финансирования проекта в разных фазах его жизненного цикла.

Модель поэтапного венчурного финансирования инновационных проектов предполагает разделение процесса на следующие стадии:

- Seed («Фаза разработки», «Посевная стадия»);
- Start-up («Старт-ап», «Стартовая фаза»);
- Early stage (Early growth, «Ранний рост», «Фаза ранней экспансии»);
- Expansion («Расширение», «Фаза быстрой экспансии», «Фаза роста»);
- Mezzanine («Мезанинная» фаза, «Подготовительная фаза»);
- Exit («Выход», Liquidity stage, «Фаза ликвидности», «Фаза мостового финансирования»)¹.

На стадии Seed компания находится в процессе формирования. Существует бизнес-идея или проект. Набирается команда, которая будет управлять проектом. Проводятся маркетинговые исследования. На данном этапе — полное отсутствие прибылей и доходов.

Финансовое обеспечение этого этапа развития предприятия сопряжено с

¹ См.: Savignac F. The impact of financial constraints on innovation. *Economics of innovation and new technology*. — 2008. — №17. — P. 553-569.

ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ

рядом трудностей, которые инициатору проекта — потенциальному предпринимателю — далеко не всегда бывают заранее известны. В виду этого, часть из них оказывается трудно преодолимы. Это становится причиной краха фактически так еще и не созданной компании. Ученые, изобретатели, формирующие финансовый «семенной» фонд, в своем большинстве не обладают профессионализмом и достаточной компетентностью в решении финансово-экономических вопросов. Собственных средств, мобилизованных у родных и знакомых, оказывается недостаточно для доведения идеи даже до прототипа, а потенциальные инвесторы не обладают необходимой для них информацией. Как правило, действует жесткий лимит времени для поиска источников финансирования т.к. через некоторое время идея может морально устареть. Многие предприятия, задуманного инновационного проекта, умирают, так и не родившись, именно на этой стадии. Однако именно проекты, успешно миновавшие данный этап, приносят инвесторам, поддерживавшим новое венчурное предприятие максимально высокую прибыль.

Степень риска финансирования данного этапа в значительной мере компенсируется тем, что для своей реализации он требует весьма незначительных финансовых ресурсов. Существенные расходы начинаются, когда возникает необходимость приобрести права на идею, то есть, на интеллектуальную собственность. Это осуществляется в самом конце seed-этапа.

Патентование является обязательным условием, гарантирующим право собственности на предполагаемую к выпуску продукцию или услугу. В России распространена практика, когда потенциальный инвестор покупает еще не за-

патентованную идею. Многие российские изобретатели, в виду дороговизны патентования за рубежом, согласны отдать свою идею венчурному капиталисту в обмен на патентование и незначительную долю в будущей компании.

Кроме перечисленных, предварительных затрат необходимо добавить затраты на проведение маркетингового исследования. Это обходится достаточно дорого, в среднем, согласно зарубежной практике, не менее 10-30 тысяч долларов за квартал.

Все эти расходы не могут быть полностью покрыты ни за счет средств, собранных основателем компании у родных и друзей, ни даже за счет инвестиций специализированных «семенных» венчурных фондов. В этом случае требуются более крупные венчурные фонды, располагающие большими объемами капитала, которые способны поддерживать развитие компании и обеспечить ее плавный переход от seed — этапа к start-up. Рискуя большим объемом венчурного капитала, при удачном стечении обстоятельств, инвестор может рассчитывать на получение сверхприбыли. Такими венчурными капиталистами становятся бизнес-ангелы.

На этапе Start-up капитал в больших объемах необходим для следующих целей: развитие концепции предприятия; проведение дополнительных исследований; осуществление выпуска опытной партии продукции; пробное тестирование продукта рынком; налаживание производства наукоемкого товара или на внесение в продукт необходимых изменений, повышающих его потребительские свойства, а значит, и привлекательность для покупателя.

Окончание этого этапа характеризуется необходимостью организационного оформления компании. Нужны средства

для разработки детального бизнес-плана. Он потребуется при проведении переговоров об инвестициях с венчурными фондами, инвестиционными компаниями и другими потенциальными источниками финансирования. Венчурные фонды и другие финансовые институты, а также бизнес-ангелы гораздо охотнее финансируют этот этап. Уровень риска остается достаточно высоким, но более отчетливо обозначаются возможные прибыли.

Период перехода от стартового этапа к этапу раннего развития называют «долиной смерти» (death valley), так как в этот момент выживают только те предприятия, которые получают необходимую финансовую подпитку от прежних или новых инвесторов. Немаловажным фактором успеха этого этапа является появление в проекте опытного профессионального менеджера. Если же финансирование прерывается, то компания обречена на банкротство.

Этап раннего развития (Early stage) начинается после того как рынок положительно отреагировал на пробную партию продукции. Тестирования и испытания образцов прошли успешно. На этом этапе начинают снижаться риски инновационного проекта. Организация процесса производства начинает вестись с большей уверенностью и активностью. Выпуск продукции выходит на коммерческий масштаб. Начинает проявляться интерес к проекту со стороны крупных корпораций, который связан с возможностью получить новую технологию для обновления собственного производства. В данном случае они выигрывают, сокращая свои расходы на научные исследования, покупая пока еще не очень дорогую долю в инновационной компании.

В следующий момент инновационная компания достигает порога безубы-

точности. У нее появляются разные виды активов. В связи с этим интерес участников рынка венчурного капитала начинает нарастать. Идет борьба за компанию. Даже очень осторожный банковский сектор не остается в стороне, предлагая компании кредиты под уже имеющиеся у нее внеоборотные активы.

Когда инновационная компания вступает в фазу устойчивого роста и расширения (Expansion) ей необходимы новые финансовые инвестиции для покрытия потребностей, связанных с текущими операционными расходами. Если эти инвестиции находятся, то инновационная компания вступает в период, когда она начинает повышать свою рентабельность.

На этом же этапе наступает момент, когда у компании появляется достаточно собственных средств для возобновления производства, но их недостаточно для поступательного развития и увеличения масштабов производства. Поэтому даже на этом этапе сохраняется потребность в венчурном капитале. Положение компании стабильно, риски снижены. Она имеет возможность получать банковские кредиты на более выгодных для нее условиях.

Находясь в фазе расширения, компания начинает подготовку к акционированию и осуществляет этот процесс. Он проходит на фоне усиливающегося интереса к компании и относительно невысоких рисков. У компании имеется значительный ликвидный капитал. В этот период у венчурных капиталистов появляется возможность продать свой пакет акций с прибылью для себя. Правда, в связи с этими процессами у компании возникают значительные расходы. Необходимы деньги на проведение эмиссии, для регистрации на фондовом рынке, проведения агрессивной рекламной

ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ

компании, привлечения дорогостоящих консультантов из различных сфер и так далее.

Мезанинное финансирование предлагает компании средства под залог ее ценных бумаг. Инструменты мезанинного финансирования занимают промежуточную позицию между обыкновенными акциями и облигациями. В некоторых случаях это могут быть привилегированные акции, которые погашаются за счет резервов компании. Такое финансирование может оформляться как «субординированный долг», то есть облигациями с более низким статусом по сравнению с другими долговыми обязательствами эмитента. В случае банкротства, эти ценные бумаги оплачиваются во вторую очередь. Облигационные займы могут дополняться двумя условиями: во-первых, условием о варрантах, то есть о праве на покупку дополнительного количества ценных бумаг заемщика по фиксированной цене, а, во-вторых, условием о возможной конвертируемости облигаций в акции компании. Эти виды финансирования позволяют инновационному предприятию осуществить переход к следующей стадии — стадии обеспечения ликвидности. Эффективное использование мезанинного финансирования, кредитов банков способствует повышению ликвидности активов компании, а, следовательно, и росту доходности акционерного капитала.

На этапе Exit (Liquidity stage) первые инвесторы получают назад часть вложенных в компанию средств, а также часть оговоренной прибыли, на которую они рассчитывали, участвуя в создании новой компании. Однако прежде необходимо провести оценку ее реальной стоимости. А затем определить стоимость пакета акций, который принадлежит инвестору. Другими словами оценка стои-

мости инновационной компании, является и условием подготовки к реализации этапа ликвидности компании и обязательным звеном для перехода к этапу выхода из инвестиции.

На реальную стоимость такой компании влияют следующие факторы: имеющиеся у нее активы и их величина, количество продаваемых акций, отрасль промышленности, востребованность продукции рынком и другие.

Выкуп инновационного высокотехнологического предприятия предполагает, во-первых, покупку предприятия его менеджментом, во-вторых, — покупку менеджерами другой компании, начальным собственником, самой компанией, стратегическим инвестором, а также выход на открытый рынок (проведение IPO).

Итак, чтобы быстро вернуть инвестированные средства венчурному капиталисту, владельцы компании должны ее продать или выходить с акциями предприятия на фондовую биржу. В противном случае, если они не хотят или не могут этого сделать, то, остается один выход — найти и заинтересовать серьезное инвестиционное учреждение (например, инвестиционный траст), способное провести рефинансирование или перекупить долю инвестора венчурного капитала, который ищет пути выхода из инвестиции.

В виду того, что на этом этапе активы компании уже достаточно велики, а инвестиционный риск минимален, желающих купить компанию или приобрести ее акции достаточно много. При этом основная доля инвестиций сосредоточена в венчурных фондах. Во многих странах они представлены тремя моделями формирования. Это независимые фонды, которые организуются в форме партнерств, фонды крупных корпораций, которые призваны решать страте-

гические задачи материнской компании и государственные фонды.

Представляет интерес вторая модель, в основе которой лежит попытка крупного предприятия связать себя с малой предпринимательской фирмой или создать ее внутри своей структуры. Такие стратегии называются стратегиями внутрифирменного предпринимательства. Венчурные фонды создаются крупными финансово-промышленными группами в виде кэптивных или полукэптивных фондов. Их основная отличительная особенность в том, что эти фонды создаются не вовне, а внутри крупных компаний. Кэптивным называется зависимый или полузависимый инвестиционный фонд, инвестирующий исключительно в интересах своей материнской организации. Как правило, такие фонды являются «вечнозелеными», т.е. у них отсутствуют ограничения по объему капитала, находящегося в управлении, поскольку материнская компания может, как вносить дополнительный капитал, так и изымать его по своему усмотрению. Полукэптивные фонды: гибридные инвестиционные инструменты, сочетающие инвестиции, как материнской компании, так и сторонних инвесторов; они также являются «вечнозелеными» (т.е. не имеют ограничений по времени существования).

Венчурная концепция России вынуждена опираться на модель государственной поддержки финансирования венчурных проектов. Остальные участники формального сектора венчурного финансирования и участники неформального сектора все еще не могут оказать серьезного влияния на рост предложения на рынке венчурных инвестиций. Это связано с очень высокими рис-

ками и с недостаточным количеством игроков на этом рынке.

В России осуществляется ряд действий, направленных на дальнейшее развитие венчурной индустрии. В частности, разрабатываются новые инструменты венчурного финансирования и инфраструктурные элементы инновационной системы. Разработка новых инструментов венчурного финансирования и инфраструктурных элементов инновационной системы проводится по целому ряду направлений. Во-первых, предлагается создание сид-фондов. Это фонды венчурного финансирования, работа которых предполагается с менее жесткими ограничениями, чем у традиционных паевых фондов. Задача сид-фондов заключается в поддержке небольших инновационных проектов на этапе «посеивного» инвестирования. Эта поддержка будет касаться не только финансовой стороны. Сид-фонды будут помогать в организации и оформлении различных документов, требующихся для удачного старта-апа. Во-вторых, намечен запуск информационного портала, который создаст возможность доступа компаний и заинтересованных лиц к венчурной инфраструктуре России. В-третьих, появились образовательные проекты, популяризирующие процессы венчурного финансирования, проводятся научные и практические конференции в этой области, активно ведется подготовка инвестиционных менеджеров.

Весь этот комплекс мер поможет становлению венчурной индустрии в России, а, следовательно, ее переходу на инновационный путь развития, создаст конкурентоспособную техническую базу, формирующую перспективу роста российской экономики.