

## 8.5. ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ – ПУТЬ К ИННОВАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКЕ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Макушина Е.Ю., преподаватель кафедры финансового учета и финансовой отчетности

*Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики*

В данной статье раскрыты некоторые причины, препятствующие диверсификации экономики Российской Федерации, а следовательно, и переходу от сырьевой модели развития экономики к инновационной. Также обосновано предложение относительно развития рынка венчурного финансирования как одного из движущих факторов диверсификации экономики РФ. Более того, описаны преимущества венчурного инвестирования как на макро-, так и на микроуровне. Также в статье описаны причины препятствующие развитию рынка венчурного инвестирования в РФ.

Диверсификация экономики Российской Федерации, в частности, смещение акцента от сырьевых отраслей в сторону высокотехнологичных, на сегодняшний день является ключевой задачей, стоящей перед экономической страны. Данная задача была законодательно закреплена в Концепции долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2020 г. [3] от 17 ноября 2008 г. №1662-р.

В данной Концепции отмечено, что на сегодняшний день российская экономика исчерпала «потенциал экспортно-сырьевой модели экономического развития, базирующейся на форсированном наращивании топливно-го и сырьевого экспорта, выпуске товаров для внутреннего потребления за счет дозагрузки производственных мощностей в условиях заниженного обменного курса рубля, низкой стоимости производственных факторов – рабочей силы, топлива, электроэнергии» [3].

Для решения вышеуказанной проблемы была заявлена цель трансформации российской экономики от экспортно-сырьевой к инновационной. В Концепции долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2020 г. были обозначены несколько задач, для достижения поставленной цели, а именно:

- модернизация традиционных секторов российской экономики (нефтегазового, сырьевого, аграрного и транспортного), опережающее увеличение объема продукции отраслей высоких переделов;
- превращение инноваций в ведущий фактор экономического роста во всех секторах экономики, увеличение доли промышленных предприятий, осуществляющих технологические инновации до 40-50%, а доли инновационной продукции в объеме выпуска – до 25-35%.
- формирование новой экономики – экономики знаний и высоких технологий, которая станет одним из ведущих секторов национальной экономики, сопоставимым к 2020 г. по своему вкладу в валовой внутренний продукт (ВВП) нефтегазовым и сырьевым секторами.

Со времени утверждения указанной выше Концепции прошло почти пять лет, однако структура экспорта и, в частности, доля экспорта нефти, нефтепродуктов и природного газа остается практически постоянной на уровне 65-66% от общего объема экспорта (табл. 1). Что касается структуры импорта, то основная часть (50,3%) приходится на импорт машин и оборудования [10].

Таким образом, утверждать, что РФ на сегодняшний день вышла на инновационный путь экономического развития, преждевременно:

- большая часть экспорта приходится на экспорт сырья;
- более половины от всего импорта приходится на импорт машин и оборудования;
- доля доходов бюджета РФ, формирующаяся за счет доходов от производства нефтепродуктов, также остается приблизительно на постоянном уровне (табл. 2).

Таблица 1

### ДОЛЯ ЭКСПОРТА НЕФТИ, НЕФТЕПРОДУКТОВ, ПРИРОДНОГО ГАЗА В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ЭКСПОРТА РФ<sup>1</sup>

Млн. долл. США

Показатель	Годы						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Экспорт нефтепродуктов	44671,7	52227,6	79885,6	48144,9	70471,1	95709,9	103624,2
Экспорт сырой нефти	102282,9	121502,8	161147	100593,2	135799,3	181812,4	180929,7
Экспорт природного газа	43806,2	44837,4	69107,1	41971,4	47739,3	64290,1	62253,3
Экспорт нефти и газа, всего	190760,8	218567,8	310139,7	190709,5	254009,7	341812,4	346807,2
Экспорт всего	297481	346530	466298	297155	392674	515409	528005
Доля экспорта нефти и газа в общем объеме экспорта, %	64%	63%	67%	64%	65%	66%	66%

Таблица 2

### ДОЛЯ ДОХОДОВ БЮДЖЕТА РФ ОТ ПРОИЗВОДСТВА НЕФТЕПРОДУКТОВ

Млн. долл. США

Показатель	Годы						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Всего доход	3225916	5721598	6040922	3801161	4431609	6330589	7139536
Производство кокса и нефтепродуктов	335959	466583	476848	557951	693722	808791	1023539
Доля доходов от производства кокса и нефтепродуктов в доходах РФ	10%	8%	8%	15%	16%	13%	14%

Очевидно, что для осуществления поставленной задачи перехода к инновационной модели развития, а также достижения устойчивого роста экономики необходимы инвестиции. По данным Министерства экономического развития РФ, «доля инвестиций в основной капитал в ВВП составляет 20,6%, а для реализации

<sup>1</sup> Здесь и далее расчеты произведены автором самостоятельно на основании информации, опубликованной на сайте Центрального банка РФ. Подробнее см.: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/gas.htm&pid=svs&sid=vt3](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/gas.htm&pid=svs&sid=vt3); [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/crude\\_oil.htm](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/crude_oil.htm); [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/oil\\_products.htm](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/oil_products.htm)

задач по модернизации экономики ее необходимо увеличить до 25%, а в дальнейшем до 30%» [13].

К аналогичным выводам пришли эксперты из Международного валютного фонда (МВФ), как следует из Доклада МВФ по Российской Федерации №12/218 за 2012 г.

- Во-первых, в докладе отмечено, что в период с 2001 по 2011 г. ВВП РФ рос приблизительно на 5% в год [11, с. 5], однако данный рост был обусловлен в первую очередь вкладом нефтегазового сектора и добывающей промышленности.
- Во-вторых, эксперты подчеркивают, что «высокие темпы роста экономики России в последнее десятилетие объяснялись главным образом ростом совокупной факторной производительности. Возросший спрос на капитал удовлетворялся в основном путем более интенсивного использования имеющегося капитала. Несмотря на ожидаемое в следующем десятилетии некоторое замедление роста совокупной факторной производительности, возможности интенсивного использования капитала ограничены, то есть инвестиции и накопление капитала должны играть более важную роль, чем в прошлом. Ввиду неблагоприятного демографического тренда в России, это подчеркивает настоятельную необходимость в проведении структурных реформ в целях улучшения инвестиционного климата» [11, с. 3].

Таким образом, существенным препятствием на пути трансформации сырьевой экономики в инновационную является недостаточный объем инвестиций.

Для того чтобы утверждать, что объем инвестиций, направленных в РФ, не является достаточным, необходимо проанализировать направление и объемы потоков прямых иностранных инвестиций в РФ. По данным Федеральной службы государственной статистики<sup>2</sup>, отток иностранных инвестиций из РФ в 2012 г. составил 149 908 млн. долл., что на 1,16% меньше, чем в предыдущем году. Отметим, что отток прямых иностранных инвестиций в 2012 г. составил 17 426 млн. долл., что на 8% меньше чем в предыдущем году. Аналогичная картина наблюдается и по портфельным инвестициям: отток иностранных инвестиций по данной группе сократился на 37% (табл. 3).

Таблица 3

**ОТТОК ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПО ТИПАМ**

Млн. долл. США

Год	Всего инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года	Прямые инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года	Портфельные инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года	Прочие инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года
2006	1978	-	3208	-	798	-	47972	-
2007	74630	3673,00	9179	186	2276	185	63175	32
2008	114284	53,13%	21818	138	532	-77	91934	46
2009	82895	-27,47	17454	-20	2434	358	63007	-31
2010	96222	16,08	10271	-41	795	-67	85156	35
2011	151673	57,63	19040	85	11113	1298	121520	43
2012	149908	-1,16	17426	-8	6967	-37	125515	3

Что касается притока (табл. 4) иностранных инвестиций в экономику РФ, то в 2012 г. приток иностранных инвестиций составил 154 570 млн. долл., что на

<sup>2</sup> Здесь и далее расчеты произведены автором самостоятельно на основании информации, опубликованной на сайте Федеральной службы государственной статистики. Подробнее см.: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/business/invest/in\\_inv5.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/invest/in_inv5.htm)

18,92% меньше чем в 2011 г., хотя и в 2010 г., и в 2011 г. наблюдался значительный рост притока иностранных инвестиций в экономику РФ.

Таблица 4

**ПРИТОК ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПО ТИПАМ<sup>3</sup>**

Млн долл. США

Год	Всего инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года	Прямые инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года	Портфельные инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года	Прочие инвестиции	Изменение в % относительно предыдущего года
2006	55109	-	13678	-	3182	-	9258	-
2007	120941	119,46	27797	103	4194	32	14012	51
2008	103769	-14,20	27027	-3	1415	-66	16168	15
2009	81927	-21,05	15906	-41	882	-38	13941	-14
2010	114746	40,06	13810	-13	1076	22	17594	26
2011	190643	66,14	18415	33	805	-25	27775	58
2012	154570	-18,92	18666	1	1816	126	28049	1

Однако, в 1-м квартале 2013 г. в экономику РФ поступило 60,5 млрд. долл. иностранных инвестиций, что на 65,7% больше, чем в 1-м квартале 2012 г.<sup>4</sup> При этом отток иностранных инвестиций за этот же период насчитывает 92,3 млрд. долл., что в приблизительно на 300% больше, чем в 1-м квартале 2012 г.

Таким образом, представленные выше цифры свидетельствуют о значительном оттоке иностранного капитала, поэтому можно утверждать, что на сегодняшний день инвесторы не расценивают РФ в качестве инвестиционно-привлекательной площадки для осуществления долгосрочных вложений.

Оговоримся, что инвестиционные процессы, протекающие в конкретной стране, нельзя рассматривать изолированно от глобальных экономических событий и тенденций мировой экономики. Одним из значимых факторов последнего десятилетия стал мировой финансовый кризис 2008 г., который оказал существенное влияние на многие сферы экономики.

В ракурсе инвестиционной деятельности значимым последствием кризиса стало смещение традиционного центра экономического влияния и траектории движения инвестиционных потоков – от развитых стран к развивающимся и странам с переходной экономикой. Эта тенденция усиливает влияние последних в мировом инвестиционном процессе<sup>5</sup>.

По данным ЮНКТАД (UNCTAD) в 2012 г. впервые в истории развивающиеся страны аккумулировали большее количество прямых иностранных инвестиций, чем развитые страны: на развивающиеся экономики пришлось 52% от общемирового объема прямых инвестиций.

<sup>3</sup> Здесь и далее – по данным организаций, представивших статистическую отчетность, без учета органов денежно-кредитного регулирования, коммерческих банков, включая рублевые поступления, пересчитанные в доллары США.

<sup>4</sup> [http://www.gks.ru/bgd/free/b04\\_03/IssWWW.exe/Stg/d01/106inv24.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d01/106inv24.htm)

<sup>5</sup> По классификации ЮНКТАД к группе стран с переходной экономикой (transitional economy) в 2012 г. принадлежит 18 стран: все страны Содружества Независимых Государств и бывшей Югославии, Албания. Такая классификация используется для статистических и аналитических целей, но при этом может не отражать реальную стадию экономического развития страны. World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment policies, UNCTAD, NY & Geneva, 2012. P. 11.

Отток капитала из развивающихся стран насчитывает 426 млрд. долл., что составляет около 31% общего объема [18, с. 14].

Однако, рассматривая РФ как одну из участниц группы БРИКС (BRICS)<sup>6</sup>, можно констатировать, что страны БРИКС продолжают быть основными источниками прямых иностранных инвестиций. Потоки из этих пяти стран возросли с 7 млрд. долл. в 2000 г. до 145 млрд. долл. в 2012 г., достигнув приблизительно 10% от общего мирового объема [17, с. 2].

Подводя итог проделанному анализу, следует еще раз подчеркнуть, что для развития экономики необходимы инвестиции, а на сегодняшний день продолжается «бегство капитала» из РФ.

Таким образом, необходимо выяснить причины оттока капитала, а также выявить те точки роста, которые в потенциале позволят диверсифицировать экономику РФ.

На наш взгляд, одной из основных причин, вызывающих отток капитала из РФ является отсутствие прочной финансово-экономической системы.

Очевидно, что назрела реальная необходимость в развитии индустрии финансовых услуг в контексте трансформации экономики РФ в инновационную, ускорения темпов экономического роста и достижения устойчивого развития. «Более того, повсеместно именно финансовый рынок является источником финансирования компаний, и его развитие тесно связано с задачей встраивания российской экономики в мировую экономику» [13].

Однако для того чтобы создать прочную финансовую систему на территории РФ, необходимо решить ряд проблем. Частично эти проблемы были раскрыты в Государственной программе «Развитие финансовых и страховых рынков, создание международного финансового центра» (распоряжение Правительства РФ от 22 февраля 2013 г. №226-р). Так, согласно положениям данной программы, развитию финансового рынка в РФ препятствуют следующие барьеры:

- несовершенство государственного регулирования в сфере финансового рынка и обеспечения эффективного контроля и надзора;
- высокие корпоративные и предпринимательские риски, связанные с недостаточным уровнем защиты прав собственности;
- недостаточная емкость финансового рынка;
- высокие показатели концентрации капитализации и волатильности на рынке;
- неэффективность российской инфраструктуры финансового рынка;
- высокий уровень регулятивных издержек и административных барьеров, недостаточная эффективность осуществления государственного контроля и надзора [4].

Обоснуем и подтвердим аналитически изложенные выше препятствия на пути развития финансовой системы.

Итак, проиллюстрируем недостаточную емкость российского финансового рынка на основании данных Всемирного банка по динамике объема капитализации российских эмитентов, зарегистрированных на российских фондовых биржах.

По состоянию на 2006 г. капитализация российских эмитентов насчитывала 1,057 трлн.<sup>7</sup> долл. (в текущих це-

нах). Если принять данные по рыночной капитализации 2006 г. за базисный год и проанализировать процентное изменение рыночной капитализации к базисному году (табл. 5)<sup>8</sup>, то можно увидеть следующее:

- в 2007 г. по сравнению с 2006 г. рыночная капитализация компаний увеличилась приблизительно на 42%;
- в 2008 г. – в год мирового финансового кризиса – рыночная капитализация российских эмитентов сократилась приблизительно на 62%, данная тенденция сохранялась и в последующие годы.

На конец 2012 г. капитализация российских эмитентов не вышла на докризисный уровень 2006 г.

Таблица 5

#### РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ НА ФОНДОВЫХ БИРЖАХ В РФ

Млн. долл. США

Год	Рыночная капитализация российских эмитентов, зарегистрированных на российских фондовых биржах	Изменение относительно предыдущего года, %	Изменение относительно 2006 г., %
2006	1 057 188,00	-	-
2007	1 503 010,00	42%	42%
2008	397 183,00	-74%	-62%
2009	861 424,00	117%	-19%
2010	1 004 525,00	17%	-5%
2011	796 376,00	-21%	-25%
2012	874 659,00	10%	-17%

На сегодняшний день, согласно Индексу восприятия коррупции (Corruption perceptions index), РФ занимает 133-е<sup>9</sup> место из 176 стран, что свидетельствует о высоких корпоративных и предпринимательских рисках, которые были выделены в качестве одной из ключевых проблем, препятствующих развитию финансовой системы, а следовательно, и вызывающие отток капитала из РФ.

Более того, согласно исследованию «Ведение бизнеса 2013. Разумный подход к регулированию деятельности малых и средних предприятий» (Doing business 2013), составляемому ежегодно Всемирным банком [6], и оценивающему условия ведения бизнеса в 183 странах, РФ занимает только 112-е место по простоте осуществления предпринимательской деятельности. Столь низкая позиция в рейтинге еще раз указывает на отсутствие стимулов для вливания иностранного капитала в экономику РФ.

Таким образом, на основании статистической информации, приведенной выше, можно сделать вывод, что несовершенства институциональной системы препятствуют выходу финансового рынка на международный уровень, не позволяют конкурировать с финансовыми рынками развитых стран, а также не способствуют улучшению инвестиционного климата в РФ.

Однако, как показывает опыт экономически развитых стран, одним из наиболее значимых факторов улучшения инвестиционной среды и укрепления конкурентоспособности является развитие индустрии прямого и венчурного финансирования. «Благодаря этой индустрии»

<sup>6</sup> Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южноафриканская Республика.

<sup>7</sup> Standard & Poor's, Global Stock Markets Factbook and supplemental S&P data. Catalog sources world development indicators. Подробнее см.: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD/countries?page=1&display=default>

<sup>8</sup> Расчеты сделаны автором самостоятельно по данным Всемирного банка (The world bank), опубликованным на его официальном сайте. Подробнее см.: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD/countries?page=1&display=default>

<sup>9</sup> Подробнее см.: [http://www.transparency.org/country#RUS\\_Data\\_Research\\_SurveysIndices](http://www.transparency.org/country#RUS_Data_Research_SurveysIndices)

стрии происходит стимулирование экономики путем активного инвестирования и поддержки бизнеса с высоким потенциалом роста в существующих промышленных секторах» [8, с. 5].

В частности, подобный вид финансирования предоставляет возможности для перехода на инновационный путь экономического развития, способствуя росту наукоемких и высокотехнологичных отраслей посредством прямого инвестирования в конкретные проекты или организации [21].

Многие исследователи приходят к аналогичным выводам относительно положительного влияния венчурного финансирования на развитие экономики. Например, Р. Гилсон (Gilson 2003) [16] отмечает, что венчурное финансирование оказывает непосредственное влияние на инновационное развитие существующих секторов экономики и на создание новых технологичных отраслей.

Дж. Линтер (Linter 2008) [18, р. 27-42], исследовав американский рынок венчурного финансирования, приходит к следующим выводам:

- во-первых, подобное финансирование позволяет значительно сократить время от создания идеи относительно производства нового продукта (или услуги) до его / ее непосредственного выхода на рынок;
- во-вторых, увеличение инновационных продуктов подтверждается ростом патентов, зарегистрированных организациями, в которые были направлены венчурные инвестиции.

К аналогичной точке зрения приходят и А. Попов, П. Росенбум (А. Popov, P. Roosenboom 2009) [20], отмечая, что одним из свидетельств в пользу положительного влияния венчурного финансирования на развитие инновационных секторов экономики является наличие зарегистрированных патентов у тех организаций, в которые было направлено подобное финансирование [20, с. 5].

Прямые частные инвестиции (private equity) и их разновидность – венчурные инвестиции (venture capital) на сегодняшний день получили наибольшее распространение в странах, где существуют прецедентные системы права (common law) – в США, Великобритании, Канаде и Австралии. Отметим, что понятие «венчурное финансирование / инвестирование» в разных странах определяется по-разному.

В США под сферой венчурного финансирования принято понимать только ранние стадии развития нового бизнеса. Так, Национальная ассоциация венчурного инвестирования (National venture capital association, NVCA) дает следующее определение:

- «Венчурное финансирование представляет собой сегмент прямых инвестиций (private equity), которые направлены на инвестирование в новые, молодые компании с высоким потенциальным доходом и высокой степенью риска» [18, с. 75].
- Европейская ассоциация венчурного инвестирования (European private equity & venture capital association, EVCA) в качестве прямых инвестиций рассматривает как венчурное инвестирование, так и выкуп уже сформировавшихся компаний за счет заемных средств (leveraged buyouts, LBO).
- «Венчурное инвестирование можно определить как инвестиции, создающие бизнес (business of building businesses). Выделяют четыре ступени развития компании:
  - посевная стадия;
  - первоначальная стадия финансирования;
  - стадия расширенного финансирования;
  - стадия замещения капитала» [14, с. 2-3].

Российская ассоциация венчурного инвестирования (Russian venture capital association, RAVI) определяет «венчурный капитал» следующим образом: венчурный

капитал – профессиональный капитал, инвестированный венчурным капиталистом совместно с предпринимателем для финансирования ранней стадии (семенная, стартап) или стадии расширения предприятия. Финансирование может принимать формы покупки обыкновенных акций, конвертируемых привилегированных акций или конвертируемых долговых обязательств. В обмен на принимаемый на себя относительно высокий риск венчурные капиталисты получают адекватное вознаграждение в виде прибыли, роялти, привилегированных акций, роста стоимости акционерного капитала и в ином виде [7, с. 268].

При этом так же, как EVCA, Российская ассоциация венчурного инвестирования рассматривает венчурное финансирование как частный случай прямого инвестирования (private equity), который относится к прямым инвестициям, осуществляемым на стадиях раннего развития или расширения предприятия [7, с. 198].

На наш взгляд, предпочтительным является европейское определение венчурного капитала, подразумевающее финансирование молодых организаций или проектов, которые содержат инновационную идею, но не могут самостоятельно коммерциализировать ее.

Нельзя не отметить существование позитивных тенденций, связанных с развитием прямого финансирования и, в частности, венчурного финансирования как на макроуровне, так и на микроуровне. Рассмотрим основные преимущества венчурного финансирования на макроуровне:

- активизация создания новых коммерчески успешных инновационных предприятий, являющихся катализатором роста отраслей с высокой добавленной стоимостью;
- венчурный бизнес становится еще одним способом перераспределения финансовых ресурсов в масштабах экономики благодаря определенным преимуществам оперативности, отсутствию лоббирования и субъективистских подходов в распределении финансовых ресурсов;
- фонды венчурного капитала не только инвестируют, но и поддерживают развитие компаний с высоким потенциалом роста на ранних стадиях развития, создавая рабочие места для высококвалифицированного персонала в новых инновационных сферах, где другие финансовые инструменты труднодоступны;
- фонды более поздних стадий развития содействуют передаче прав собственности существующих компаний, помогают малым компаниям вырасти в крупные, а также осуществляют инвестиции в жизнеспособные предприятия, которые являются отделениями (spin-out) уже существующих компаний, способствуя диверсификации и освоению новых рыночных ниш;
- фонды венчурного капитала обеспечивают достижение долгосрочных результатов благодаря использованию более ясного стратегического видения с более четким и сфокусированным операционным контролем. Период «совместного проживания» с инвестором длится 3-7 лет, давая возможность компаниям достигать следующего уровня развития и роста;
- фонды венчурного капитала являются важными агентами экономического развития, обеспечивающими высокий уровень корпоративного управления, систему стандартов и профессионализм в частном бизнесе [8, с. 5-6].

Обратим внимание на такой аспект, как развитие малого бизнеса за счет венчурного инвестирования. Очевидно, что для развития любого бизнеса, а тем более малого бизнеса финансирование жизненно необходимо. Между тем субъекты малого бизнеса регулярно сталкиваются с проблемой привлечения капитала в свою организацию. Систематизируем основные

преимущества и недостатки различных видов финансирования субъектов малого бизнеса (табл. 6).

Таблица 6

**СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ РАЗЛИЧНЫХ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ<sup>10</sup>**

Источник финансирования	Ограничения и требования	Преимущества	Недостатки
Государственное финансирование (субвенции, гранты, льготные кредиты)	Социальная значимость. Компания должна соответствовать определенным стандартам. Финансирование может использоваться только для определенных видов деятельности	Осуществляется даже в случаях, когда невозможно получить финансирование из коммерческих источников. Обычно требует к выплате меньший объем средств и предоставляется на более долгий срок	Ограничения на использование. Трудности в получении. Обычно объемы невелики
Кредиты	Ликвидный залог. Устойчивый денежный поток, кредитная история компании. Жесткие требования к финансовому плану развития проекта	Гибкость в заимствовании и обслуживании займа. Отсутствие оперативного контроля над использованием средств	Риск неплатежеспособности. Высокие процентные ставки. Требования к ликвидному залого
Прямые инвестиции (private equity)	Устойчивая позиция на рынке и понятные перспективы роста. Квалифицированный и опытный менеджмент. Ясность возможностей выхода	Инвестор вносит свой опыт по данному направлению деятельности. Инвестор содействует в выходе из инвестиций	Инвестор контролирует процесс принятия решений
Венчурное финансирование (venture capital)	Компания должна показывать: <ul style="list-style-type: none"> <li>• уникальность идеи;</li> <li>• потенциальный рост;</li> <li>• высокую потенциальную доходность инвестиций;</li> <li>• высокую квалификацию управляющего персонала;</li> <li>• ясность возможностей выхода</li> </ul>	Венчурный капиталист, как владелец неконтрольного пакета акций, заинтересован в росте компании и реализует свой опыт в управлении и финансовой области, что дает компании дополнительное развитие	Процесс получения финансирования долгий и трудный. Инвестор контролирует процесс принятия решений. Во власти инвестора осуществлять кадровые перестановки. Возможности выхода из инвестиций могут вызывать сомнения, и компания не получит инвестиций

Таким образом, для экономических субъектов, которые только начинают движение в сторону коммерциализации своих проектов, более приемлемым источником финансирования является венчурный капитал, так как помимо необходимых инвестиций организация-реципиент получает целый ряд преимуществ в связи со следующими исключительными особенностями характерными для данного источника капитала:

- инвестиции осуществляются специально организованной профессиональной командой преимущественно в не котирующиеся на бирже компании;
- одной из главных задач является активное участие в увеличении стоимости портфельной компании.
- привлечение капитала из определенных объединенных резервов (фондов);
- установление договорных отношений с квалифицированными инвесторами профессионалами;
- построение схемы получения прибыли с включением в нее интересов инвесторов;
- сильная система самоконтроля с определенными требованиями по отчетности и проведению оценок;
- сохранение автономного управления каждой отдельной компанией;
- стратегия инвестирования является средне- и долгосрочной, как и период владения активами;
- конечной целью является получение финансовой прибыли в результате перепродажи или выпуска акций компании на публичных торгах [9, с. 20].

Что касается преимуществ венчурного финансирования на микроуровне, то, к примеру, Европейская ассоциация венчурного инвестирования выделяет следующие положительные стороны:

- опережающая динамика доходности вложений в прямые частные инвестиции в долгосрочной перспективе по сравнению с вложениями в котируемые ценные бумаги;

- диверсификация портфеля инвестиций, которая позволяет увеличить доходность и снизить риск;
- легитимное получение инсайдерской информации инвесторами;
- возможность оказывать влияние на действие управляющих компаний, в которую осуществляются инвестиции;
- возможность использовать кредитные средства, в случае выкупа организации за счет заемных средств.

Отметим, что в развитых странах основными инвесторами венчурного финансирования выступают институциональные инвесторы – страховые компании, государственные и негосударственные пенсионные фонды, университетские фонды, благотворительные фонды, дарственные фонды (endowments), инвестиционные банки.

Основная задача, стоящая перед институциональными инвесторами, – это диверсификация портфеля инвестиций, которая позволит увеличить доходность и снизить риск. Для достижения поставленной цели институциональные инвесторы вкладывают средства в альтернативные инвестиции (табл. 8).

Однако, как показывают многие исследования, доходность от осуществления прямых инвестиций существенно превышает доходность по другим группам инвестиций (Lerner, J., Strömberg, P. and Sørensen, M. (2008) [18], Wright, M., Burrows, A., Ball, R., Scholes, L., Meuleman, M. and Amess, K. (2007) [22]).

Этим и объясняется значительный интерес институциональных инвесторов к данной области, так в 2012 г. пенсионные фонды Евросоюза стали третьими по объемам финансирования инвесторами: их вложения составили около 15% от общей величины инвестиций [15, с. 7]. Аналогичная ситуация наблюдается и на американском рынке венчурных инвестиций.

<sup>10</sup> Источник: [10].

Таблица 7

ВИДЫ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ<sup>11</sup>

Прямые инвестиции (Private equity)	Инвестиции в Хедж фонды (hedge funds)	Инвестиции в недвижимость (real estate)	Инвестиции в товары (physical commodities)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Венчурное инвестирование;</li> <li>• выкуп за счет заемных средств</li> </ul>	Стратегии фондов: <ul style="list-style-type: none"> <li>• игра на рост/игра на понижение;</li> <li>• глобальный портфель;</li> <li>• инвестирование, зависящее от определенных событий;</li> <li>• арбитраж;</li> <li>• инвестирование в развивающиеся рынки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Коммерческая недвижимость;</li> <li>• жилая недвижимость;</li> <li>• фонды, инвестирующие в недвижимость;</li> <li>• ритэйл</li> </ul>	Инвестиции в валюту (currencies)

Нельзя не отметить, что развитие венчурного финансирования невозможно без развития институциональной среды. В США венчурное инвестирование стало возможным после формирования корпорации American research and development в 1946 г. и принятия закона об инвестициях в малый бизнес (Small business investment company act) в 1958 г. Однако по-настоящему развитие рынка венчурного финансирования стало набирать обороты после 1979 г., когда закон о пенсионном обеспечении наемных работников Employee retirement income security act (ERISA) разрешил пенсионным фондам инвестировать в рискованные проекты.

Если обратиться к законодательству, регулирующему деятельность государственных и негосударственных пенсионных фондов на территории РФ, то можно заметить следующее. Согласно ст. 26 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ» от 24 июля 2002 г. №111-ФЗ (ред. от 3 декабря 2012 г.) разрешенные активы (объекты инвестирования) для инвестирования пенсионных накоплений могут быть размещены в:

- государственные ценные бумаги РФ;
- государственные ценные бумаги субъектов РФ;
- облигации российских эмитентов;
- акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ;
- паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов;
- ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством РФ об ипотечных ценных бумагах;
- денежные средства в рублях на счетах в кредитных организациях;
- депозиты в валюте РФ и в иностранной валюте в кредитных организациях;
- иностранную валюту на счетах в кредитных организациях;
- ценные бумаги международных финансовых организаций, допущенных к размещению и (или) публичному обращению в РФ в соответствии с законодательством РФ о рынке ценных бумаг.

Таким образом, одна из проблем развития рынка венчурного инвестирования в РФ – это отсутствие у пенсионных фондов и других институциональных инвесторов возможности инвестирования в рискованные проекты.

Еще одним препятствием на пути развития рынка венчурного инвестирования в РФ в течение длительного периода времени были жесткие законодательные барьеры, регламентирующие организационную форму для осуществления высоко рискованных инвестиций.

До принятия Федерального закона «Об инвестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. №335-ФЗ венчурное инвестирование законодательно было раз-

решено осуществлять путем организации фондов венчурного инвестирования в форме:

- акционерных инвестиционных фондов;
- закрытых паевых инвестиционных фондов [5, ст. 1.3].

Поясним, почему подобная структура венчурных фондов отрицательно сказывалась на развитии рынка подобных инвестиций. Итак, согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ:

- «Инвестиционный фонд – находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления» [5, ст. 1, абз. 2].
- «Акционерный инвестиционный фонд – открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд»» [13, ст. 2, абз. 1].

В свою очередь паевой инвестиционный фонд представляет собой «обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией» [5, ст. 10.1].

Таким образом, акционерный инвестиционный фонд является юридическим лицом, которое, согласно Налоговому кодексу РФ является плательщиком налога на прибыль. Т.е. инвесторы, вкладывая средства в такой фонд, сталкиваются с двойным налогообложением, что отрицательно сказывается на их желании инвестировать. Что касается закрытых паевых инвестиционных фондов, то в данном случае отсутствует двойное налогообложение, так как паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом.

Итак, наличие двойного налогообложения доходов инвесторов является одной из существенных причин, препятствующих развитию рынка венчурного инвестирования.

Более того, вкладывать капитал в поименованные выше фонды было разрешено только квалифицированным инвесторам, что существенно ограничивает развитие рынка венчурного инвестирования в РФ: акции (инвестиционные паи) инвестиционных фондов, относящихся к категориям фондов особо рискованных

<sup>11</sup> Источник: [13].

(венчурных) инвестиций предназначены только для квалифицированных инвесторов [5, ст. 1.5].

Также одним из барьеров, стоящих на пути притока инвестиций в экономику РФ, является то, что и закрытые паевые фонды, и акционерные инвестиционные фонды законодательно ограничены в объектах инвестирования. Состав активов акционерного инвестиционного фонда и закрытого паевого инвестиционного фонда, относящегося к категории фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, могут входить только:

- «денежные средства, в том числе иностранная валюта, на счетах и во вкладах в кредитных организациях;
- долговые инструменты, в том числе выпущенные российскими хозяйственными обществами, более 25 процентов размещенных акций (долей в уставных капиталах) которых составляют активы фонда;
- акции российских акционерных обществ;
- доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью;
- простые векселя российских акционерных обществ, более 25% размещенных акций которых составляют активы фонда;
- простые векселя российских обществ с ограниченной ответственностью, более 25% долей в уставных капиталах которых составляют активы фонда;
- облигации российских хозяйственных обществ, в отношении которых не зарегистрирован проспект, если более 25% размещенных акций (долей в уставных капиталах) указанных обществ составляют активы фонда;
- имущественные права из опционных договоров (контрактов) и фьючерсных договоров (контрактов), базовым активом которых являются величины процентных ставок;
- имущественные права из опционных договоров (контрактов), базовым активом которых являются фьючерсные договоры (контракты), базовым активом которых являются величины процентных ставок» [5, ст.7, §7.1].

Решить обозначенные выше недостатки сложившейся системы венчурного инвестирования, а также приблизить международную практику осуществления венчурного финансирования был призван Закон «Об инвестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. №335-ФЗ.

Данный закон установил права и обязанности сторон, определил, что является совместной деятельностью. Согласно ст. 2, «совместная инвестиционная деятельность – осуществляемая товарищами совместно на основании договора инвестиционного товарищества деятельность по приобретению и (или) отчуждению не обращающихся на организованном рынке акций (долей), облигаций хозяйственных обществ, товариществ, финансовых инструментов срочных сделок, а также долей в складочном капитале хозяйственных партнерств».

Также закон разрешил по договору инвестиционного товарищества соединять вклады нескольких товарищей для осуществления совместной инвестиционной деятельности без образования юридического лица для извлечения прибыли [12, абз. 1, ст. 3].

Таким образом, инвестиционные товарищества не являются налогоплательщиками по налогу на прибыль, и, следовательно, каждый товарищ самостоятельно уплачивает либо налог на прибыль, либо налог на доходы физических лиц (НДФЛ) с доходов, полученных от совместной инвестиционной деятельности [п. 1 ст. 24.1 НК РФ], что позволит избежать инвесторам двойного налогообложения.

Еще один положительный момент в осуществлении деятельности инвестиционных товариществ – это от-

сутствие жесткого законодательного регулирования в отношении инвестирования средств товарищей.

Итак, можно утверждать, что, с одной стороны, сделаны существенные шаги на пути развития венчурного инвестирования, и одним из важных этапов было принятие Закона «Об инвестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. №335-ФЗ, который привнес международную практику в законодательную базу РФ. С другой стороны, основными инвесторами на рынке венчурных инвестиций выступают институциональные инвесторы, которым в соответствии с законодательством РФ запрещено инвестировать в высокорискованные проекты. Таким образом, для того чтобы венчурное инвестирование способствовало диверсификации экономики РФ необходимы дальнейшие шаги в области усовершенствования законодательной базы.

## Литература

1. Об инвестиционном товариществе [Электронный ресурс] : федер. закон от 28 нояб. 2011 г. №335-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Об инвестиционных фондах [Электронный ресурс] : федер. закон от 29 нояб. 2001 г. №156-ФЗ (ред. от 23июля 2013 г.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Концепция долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2020 г. [Электронный ресурс] : утв. распоряжением Правительства РФ от 17 нояб. 2008 г. №1662-р. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Развитие финансовых и страховых рынков, создание международного финансового центра [Электронный ресурс] : госуд. программа : утв. распоряжением Правительства РФ от 22 февр. 2013 г. №226-р. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [Электронный ресурс] : приказ Федер. службы по финансовым рынкам РФ от 28 дек. 2010 г. №10-79/пз-н (ред. от 31 мая 2011 г.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
6. Ведение бизнеса 2013. Разумный подход к регулированию деятельности малых и средних предприятий [Электронный ресурс] / Междунар. банк реконструкции и развития ; Всемирный банк. URL: <http://russia.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/Foreign/DB13-Overview-Russian.pdf>
7. Глоссарий венчурного предпринимательства 2011 [Электронный ресурс] / Российская ассоциация венчурного инвестирования. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-Glossary-2011.pdf>
8. Правовая среда венчурной деятельности в Российской Федерации [Электронный ресурс] / Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования ; Адвокатское Бюро «Горемыкина, Цокол и партнеры». URL: [http://www.rvca.ru/upload/files/lib/pravovaya\\_sreda\\_venchurnoy\\_deyatelnosti.pdf](http://www.rvca.ru/upload/files/lib/pravovaya_sreda_venchurnoy_deyatelnosti.pdf)
9. Развитие прямых инвестиций в Европе [Электронный ресурс] : доклад экспертной группы по альтернативным инвестициям ; European commission internal market and services DG. URL: [http://www.rvca.ru/upload/files/lib/Report\\_of\\_the\\_Expert\\_Group\\_on\\_Alternative\\_Investment\\_2007.pdf](http://www.rvca.ru/upload/files/lib/Report_of_the_Expert_Group_on_Alternative_Investment_2007.pdf)
10. Родионов И. Венчурный капитал и прямые инвестиции в инновационной экономике. Рынок венчурного капитала [Электронный ресурс] / И. Родионов, А. Никконен. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Course-2011/>
11. Российская Федерация. Документ по отдельным вопросам [Электронный ресурс] : доклад Междунар. валютного фонда по стране : №12/218, август 2012 г. URL: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/scr/2012/cr12218r.pdf>
12. Российская Федерация: факты и цифры [Электронный ресурс] / М-во экон. развития РФ. URL: <http://www.econo>

my.gov.ru/wps/wcm/connect/a27fe1004d750c86a0d0bdc05beb4f7e/facts\_march2013\_f.pdf?MOD=AJPERES

13. Справка об инвестициях [Электронный ресурс] / М-во экон. развития РФ. URL: [http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/6bfc5c004f0b220490489a1d72320abd/spravka\\_ob\\_investiciyah\\_270313.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=6bfc5c004f0b220490489a1d72320abd](http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/6bfc5c004f0b220490489a1d72320abd/spravka_ob_investiciyah_270313.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=6bfc5c004f0b220490489a1d72320abd)
14. Bance A. Special paper, an EVCA investor relations committee paper «Why and how to invest in private equity». URL: <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>
15. Central and Eastern Europe statistics 2012. Edited by the EVCA central and eastern Europe tasks force. July 2013 // Paper analytics & guide loyrette nouel. URL: <http://www.evca.eu/publications/PBCEE12.pdf>
16. Gilson R.J. Engineering a venture capital market: lessons from the American experience // Stanford law review. 2003. Vol. 55. URL: <http://ssrn.com/abstract=353380> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.353380>
17. Lerner J., Strömberg P., Sørensen M. Private equity and long-run investment: the case of innovation // Global impact of private equity report 2008. Globalization of alternative investments. Working papers. Vol. 1.
18. National venture capital association (NVCA). Year book 2013. Prepared by Thomson Reuters. URL: [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=257&Itemid=103](http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103)
19. Popov A., Roosenboom P. Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe // Working paper series. 2009. №1063. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1063.pdf>
20. Russian private and venture capital review 2010. RVCA. x <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2011.pdf>
21. Global value chains: investments and trade for development. The world investment report. 2013. URL: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013overview\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013overview_en.pdf)
22. Wright M., Burrows A., Ball R., Scholes L., Meuleman M., Amess K. The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a survey of empirical research // Report prepared for the steering group on corporate governance. Paris: OECD.

### Ключевые слова

Венчурное финансирование; прямые инвестиции; инновации; диверсификация.

*Макушина Елена Юрьевна*

### РЕЦЕНЗИЯ

Статья Е.Ю. Макушиной «Венчурное финансирование – путь к инновационной экономике в Российской Федерации», вне всякого сомнения, заслуживает положительных отзывов несмотря на ряд имеющихся недостатков. Автор совершенно справедливо обосновывает актуальность развития отрасли финансовых услуг и, в частности, венчурного финансирования для построения инновационной экономики в Российской Федерации, не зависящей от конъюнктуры международных сырьевых рынков. На сегодняшний день экономический рост в РФ вновь замедляется, и власти страны открыто признают, что причина снижения деловой активности заключается именно в недостатке инвестиционного роста. Как молодой специалист в области изучения венчурного финансирования, Е.Ю. Макушина предлагает развивать в РФ именно эту индустрию, поскольку, как показывает западный опыт, венчурные инвестиции является для многих начинающих и перспективных бизнесов едва ли не единственным доступным и эффективным способом привлечения столь необходимых денежных средств на развитие. При этом институциональные инвесторы получают возможность диверсифицировать свои портфели и нередко рассчитывать на взрывной рост стоимости такого актива (ярким примером сверхуспешных инвестиций подобного рода является прошлогоднее IPO американской интернет-компании Facebook). В заключительной части статьи Е.Ю.Макушина рассматривает ограничения в законодательной базе РФ, которые сдерживают развитие венчурного финансирования на отечественном рынке. Кроме того, автор резонно замечает, что индустрия венчурного финансирования требует соответствующей развитой институциональной среды, однако этот тезис, к сожалению, остается неразвернутым. В статье недостаточно представлено и мнение автора относительно потенциальных усовершенствований законодательства, которые могут быть необходимы для вывода российской отрасли венчурного финансирования на новый уровень развития. Надеемся, что Е.Ю.Макушина не остановится на достигнутом и продолжит плодотворную работу над выбранной темой исследований.

Представляется, что статья Макушиной Е.Ю. удовлетворяет всем необходимым критериям для публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Чая В.Т., д.э.н., профессор кафедры учета, анализа и аудита Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова*