

ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ И ИСТОЧНИКИ ЕГО ПРИВЛЕЧЕНИЯ

© 2012 Л.В. Левченко*

Ключевые слова: венчурный капитал, венчурное инвестирование, источники привлечения венчурного капитала, венчурный бизнес.

Рассматриваются проблемы венчурного капитала, который считается одним из важных элементов, обеспечивающих инновационное развитие экономической системы в кратчайшие сроки. Систематизируются и характеризуются источники привлечения венчурного капитала.

В современных условиях конкурентоспособность экономики любого государства во многом определяется темпами внедрения новых технологий и решений, ускорением процессов модернизации, наличием инновационных инициатив. Важнейшим элементом, который обеспечивает инновационное развитие экономической системы в целом, реализацию новейших научно-технических проектов, финансирование высокотехнологического производства и расширение инвестиционной деятельности, прежде всего, в наукоемких секторах экономики, выступает венчурный капитал. В этой связи проблемы венчурного капитала и источников его привлечения к инвестированию являются актуальными и представляют научный интерес.

В научной литературе венчурный капитал рассматривается как разновидность финансового капитала, предназначенного для инвестиционного финансирования новых, растущих или эксклюзивных и борющихся за получение места на рынке предприятий и фирм и поэтому сопряженного с высокой или относительно высокой степенью риска. Венчурный капитал выполняет роль особого инвестиционного ресурса в общественном воспроизводстве, имеющего преимущественную направленность действия на активизацию научно-технической и инновационной деятельности, сочетающего высокие риски и неопределенность конечного совокупного рыночного эффекта со сверхвысокой доходностью вложенных в новые или развивающиеся фирмы средств¹.

Венчурный капитал, как правило, ассоциируется с инновационными компаниями и тесно связан с технологически новаторским бизнесом. Сущность венчурного капитала про-

является через его функции, наиболее значимыми из которых являются следующие:

1) инновационная функция. Направлена на содействие научно-технологическому прорыву, на стимулирование инновационной и деловой активности, которая в итоге обеспечивает инновационное развитие экономической системы;

2) функция коммерциализации новых научно-технических проектов и инновационной деятельности. Эту функцию также принято называть инкубацией инновационного предпринимательства;

3) функция гаранта временной экономической устойчивости рождающихся инновационных предпринимательских структур и новаторского бизнеса;

4) функция структурного обновления экономической системы и ее различных уровней. Венчурный капитал содействует замене жесткой вертикальной организационно-производственной структуры предприятия через развитие новых горизонтальных связей, что способствует формированию научно-производственной сети.

В основе инвестиционной деятельности лежит привлечение как венчурных, так и невенчурных источников финансирования. Традиционно выделяют следующие виды инвестиционной деятельности, которые основываются на применении так называемого "невенчурного" капитала:

♦ инвестирование в готовый объект недвижимости с целью продажи или сдачи в аренду;

♦ привлечение капитала с помощью банковских продуктов (в том числе кредиты) и приобретение облигаций;

* Левченко Лариса Владимировна, кандидат экономических наук, доцент Самарского государственного экономического университета. E-mail: lvls@mail.ru.

◆ торговля акциями или облигациями на бирже с целью получения спекулятивного дохода.

Венчурное инвестирование - это рискованное инвестирование независимо от его структурирования, когда инвестор в определенной степени участвует в управлении бизнесом инвестируемой им компании с целью добавить последней стоимость (в отличие от финансовых институтов, предоставляющих займы под процент). Инвестирование с использованием венчурного капитала может включать в себя следующее:

◆ покупку доли в частной компании, начинающей производство нового продукта или планирующей резкий рост;

◆ приобретение действующего бизнеса;

◆ создание бизнес-группы для инвестирования в новый проект или в создание предприятия (в том числе в качестве бизнес-ангела);

◆ заем, предоставленный члену семьи для начала нового бизнеса;

◆ работу подразделения банка, финансирующего малый бизнес - инвестиционное финансирование;

◆ деятельность инвестиционной компании, приобретающей первые выпуски новых акций на публичном рынке, или так называемые "мусорные облигации" (junk bonds) с высокой долей рискованности.

Компании, участвующие в инвестиционной деятельности и привлекающие различные источники финансирования, характеризуются:

◆ типом собственности и аффилированностью;

◆ типом капитала.

По типу собственности и аффилированности источники венчурного инвестирования условно подразделяются на семейные, за которыми стоит богатый человек или семья, и институциональные - профессиональные инвестиционные организации рынка.

Некоторые из источников семейного венчурного капитала выделились из семейного бизнеса и являлись производными от прежних форм организации венчурного бизнеса. Такие источники венчурного капитала иногда достигают существенных размеров. Значительная часть семейных источников венчурного капитала управляется профессио-

нальными менеджерами, которые были наняты семьями (этот факт особенно характерен рынку США). Часто семейный венчурный капитал заинтересован в контроле над бизнесом, в который он инвестирует; как следствие, в некоторых случаях семейный венчурный капитал может стать непростым партнером для ищущего венчурный капитал предпринимателя и может ограничить возможности роста.

Кроме того, в качестве источников венчурного инвестирования выступают акционерный капитал и капитал, заимствованный у других частных фондов или у государства. Использование финансирования венчурных инвестиций с помощью заемных средств распространено в США в рамках государственных программ по поддержке малого и среднего бизнеса и осуществляется посредством "инвестиционных компаний малого бизнеса" (small business investment companies, SBIC).

Венчурный бизнес, использующий долговое финансирование, как правило, осуществляет инвестиции в форме займов или конвертируемых долговых обязательств. Компании, предоставляющие финансовые источники для венчурного бизнеса, должны получать текущие процентные доходы². Те фирмы, которые заинтересованы в привлечении заемного капитала, но не способны обслуживать дополнительный долг, не должны обращаться к инвестиционным источникам, использующим долговое финансирование. Если в качестве источников венчурных инвестиций используется акционерный капитал, то венчурный бизнес рассчитывает на его возврат с момента выхода из инвестиционной деятельности. В настоящее время в качестве ключевого источника венчурного инвестирования используется акционерный капитал, значительно реже - заемные финансовые ресурсы.

Процессы институционализации венчурного бизнеса начались во второй половине XX в. На текущий момент в мире насчитывается большое количество институциональных источников венчурного капитала. Ресурсы корпораций являются наиболее значимыми и распространенными институциональными источниками венчурного инвестирования.

Некоторые инвестиционные компании, работающие в области венчурного бизнеса,

являются публичными, и их акции обращаются на биржах, что служит признаком хорошей деловой репутации (например, Sequoia Capital, Bessemer Venture Partners, New Atlantic Ventures и др.). Они инвестируют в форме предоставления займа или вложений в акционерный капитал. Характерной особенностью для публичных компаний, использующих венчурный капитал, выступает их размер - как правило, их капитализация выше, чем у большинства других фондов.

Большая часть компаний, которые привлекают венчурный капитал, в том числе и крупных, являются частными. Основной объем капитала поступает к ним от ограниченного числа инвесторов - пенсионных фондов и страховых компаний. Управляющая компания фонда является в таком партнерстве генеральным партнером, а организации выступают в качестве источников венчурного капитала и являются партнерами с ограниченной ответственностью.

Венчурный фонд (или венчурная инвестиционная компания) может частично инвестировать в форме долга (например, из соображений оптимизации налогообложения), но, как правило, она ориентирована на инвестиции непосредственно в акционерный капитал. Частные компании меньшего размера специализируются на работе с малым бизнесом (упомянутые SBIC) и по-прежнему часто ориентируются на инвестиции в форме долга.

Некоторые коммерческие банки создают управляющие компании и фонды для инвестирования в акционерный капитал компаний малого бизнеса (например, компания "ВТБ-Управление активами" и созданный данной управляющей компанией "ВТБ-Фонд венчурный"). Такого рода компании дают банкам возможность обойти ограничения банковского законодательства, которое в большинстве стран не позволяет им владеть долей в капитале малого бизнеса. Крупные банки имеют большие дочерние подразделения, работающие в области венчурного инвестирования. В большинстве коммерческих банков кредитный бизнес и венчурный бизнес между собой формально не связаны, и организационно они также оформлены отдельно, поэтому, если требуется одновременно осуществить инвестиции в форме капитала и долга, то целесообразнее ориентироваться

для этого на компании, не связанные с банками.

Многие известные корпорации США (например, General Electric (GE) и др.), работающие над большими проектами, имеют подразделения с венчурным капиталом или инвестируют в один или несколько венчурных фондов. В последние годы создание компаний с венчурным капиталом при больших корпорациях было менее распространено, и обычным для них является инвестирование через участие в венчурных фондах. При этом корпорации, как правило, становятся наряду с другими участниками инвестиционной деятельности одним из инвесторов, профессионально управляемых венчурным фондом. Эксперты отмечают наличие "человеческого" фактора, который влияет на выбор инвестора как источника венчурного инвестирования. Некоторые предприниматели болезненно относятся к инвестициям в их малый и средний бизнес со стороны больших корпораций, потому что опасаются, что в случае успеха большая корпорация попытается выкупить бизнес в момент, который не будет оптимальным для продажи с точки зрения предпринимателя.

Источники финансирования венчурной деятельности подразделяются на собственные, заемные и привлеченные.

Собственными источниками финансирования являются финансовые ресурсы, принадлежащие самому предприятию и направляемые на проекты венчурного инвестирования. Удельный вес собственных источников варьируется на разных стадиях развития предприятия (венчура). Если рассматривать стадию формирования предстартового и/или стартового капитала, то здесь собственные средства инициаторов проекта составляют основную долю финансовых ресурсов (80 %)³. На этапе выкупа долей (акций) владельцами венчура собственные средства, как правило, также составляют значительную часть финансовых ресурсов предприятия. К собственным ресурсам, выступающим в качестве источников финансирования венчурной деятельности, относят прибыль от основной и непрофильной деятельности предприятия, взносы акционеров (учредителей) в уставный капитал предприятия. Кроме того, источниками собственных финансовых ресурсов являются следующие:

- ◆ личные сбережения инициаторов венчурного проекта (учредителей);
- ◆ выручка от реализации продукции, оказания услуг;
- ◆ основной капитал венчура, предоставление которого в пользование другим хозяйствующим субъектам приносит доходы;
- ◆ продажа активов, сокращение оборотного капитала;
- ◆ товарный кредит;
- ◆ дебиторская задолженность⁴.

Для развития венчурного проекта могут применяться различные по своему содержанию заемные ресурсы. Долговые финансовые средства привлекаются венчурными инвесторами на кредитной основе. На этапе формирования акционерного капитала удельный вес заемных средств может составлять около 20%⁵. В качестве кредиторов выступают в таком случае так называемые бизнес-ангелы - близкие родственники, друзья. На последующих этапах развития предприятия кредиторами могут выступать уже профессиональные инвесторы - финансовые компании, фонды, банки, страховые и др.

Основными источниками заемных средств в экономике России выступают кредитные ресурсы банков, финансовые ресурсы государственных и частных инвесторов, имущество, привлекаемое на основе инвестиционного лизинга, и др. Эти ресурсы привлекаются, как правило, на долевой или акционерной основе.

Привлеченные финансовые ресурсы и заемные средства (на профессиональной основе) в совокупности образуют особую форму децентрализованных финансовых ресурсов для венчурного инвестирования.

Как показывает зарубежная практика, потенциальными инвесторами чаще всего являются коммерческие банки, инвестиционные банки, Mercantile Bank's (Торговые банки), инвестиционные фонды, стратегические инвесторы и венчурные инвесторы.

Коммерческие банки в первую очередь обеспечивают снижение своих кредитных рисков, что напрямую оказывает влияние на стоимость привлекаемых ресурсов: чем выше риск, тем выше стоимость кредитных ресурсов, предоставляемых на цели венчурного инвестирования. Инвестиционный банк организует для крупных компаний и правительств привлече-

ние капитала на мировых финансовых рынках, а также оказывает консультационные услуги при покупке и продаже бизнеса. Такие банки наиболее корректно можно определить не как инвесторов, а как финансовых посредников. Черты и инвестиционного, и коммерческого банка сочетает в себе торговый банк. Такие банки располагают значительным запасом капитала, который дает им возможность приобретать ценные бумаги не только для спекуляций, но и для долгосрочных инвестиций, в том числе и для венчурного бизнеса.

Источником венчурного инвестирования выступают ресурсы инвестиционных фондов. Главное отличие венчурных инвестиционных фондов от других институциональных инвесторов состоит в том, что первые инвестируют средства путем покупки акций. Как правило, большинство фондов создается на срок 5-7 лет. По истечении этого времени фонд реализует все приобретенные корпоративные ценные бумаги и ликвидируется. Именно поэтому венчурные фонды заинтересованы в высокой котировке акций предприятия-реципиента. Чтобы этого достичь, венчурные фонды активно участвуют в оперативном управлении предприятиями и в консультировании (иногда даже в повышении квалификации за счет средств фонда) высшего руководства. Часто представитель венчурного фонда входит в совет директоров компании.

Существуют открытые и закрытые инвестиционные фонды. Открытые инвестиционные фонды позволяют увеличивать или уменьшать доли инвесторов в любой промежуток времени. Данный аспект делает открытые фонды наиболее привлекательными для мелких инвесторов, которые не могут внести в фонд значительные средства и не хотят размещать эти средства в фонде на значительный срок без возможности выхода. Эти фонды стараются инвестировать в наиболее ликвидные финансовые инструменты, что и является существенным отличием от закрытых фондов, которые определяют временные промежутки, в течение которых инвестор не имеет возможности извлечь свои средства из фонда без потери дохода. Большинство закрытых фондов имеют определенный минимальный порог инвестиций и, таким образом, ориентированы в основном на институциональных игроков. Закрытые фонды обладают

меньшей ликвидностью инвестиций в “моменте” и поэтому достигают более высокой доходности только в долгосрочной перспективе, что является важным для венчурной деятельности. Впервые венчурные фонды как альтернативный источник финансирования научно-технических проектов в частном бизнесе без четких гарантий на успех появились в конце 50-х гг. XX в. в США. В рамках американской модели эти фонды создавались в основном для финансирования перспективных идей в области наукоемких технологий.

Существенными ресурсами для венчурного финансирования располагают стратегические инвесторы, которые приобретают значительную долю акций, хорошо разбираются в нюансах работы выбранного ими для инвестирования предприятия, участвуют в управлении этими предприятиями.

Положение венчурных капиталистов и венчурных фондов можно определить посередине между финансовыми и стратегическими инвесторами. Венчурные капиталисты нацелены на приобретение значительной доли в предприятии, которая может составлять 20-40% (иногда даже больше). Венчурный инвестор, как правило, не разрабатывает свою стратегию развития предприятия, но возлагает эту задачу на руководство предприятия и осуществляет контроль за ее исполнением. Инвестор рассчитывает, что за период от трех до семи лет предприятие сможет достичь определенного уровня прибыльности, что приведет к росту рыночной стоимости предприятия. В результате венчурный инвестор сможет вернуть инвестированные ресурсы путем реализации своей доли в данном проекте. Необходимо отметить существенный момент венчурного инвестирования, который заключается в том, что до того, как венчурный инвестор начнет инвестировать, он уже определяет пути выхода из проекта и сроки его завершения. Реализация акций (или долей) на биржевом рынке, продажа инвестиции другому инвестору, продажа своей доли остальным акционерам или руководству предприятия считаются наиболее распространенными путями выхода из бизнеса.

Венчурный бизнес за последнее сорокалетие развился в мощную мировую индустрию и зарекомендовал себя как один из действенных инструментов финансовой поддер-

жки и развития реального сектора экономики. Институт венчурного финансирования доказал свою эффективность в развитых странах. Успешный мировой опыт определяет существенную роль государства и государственных программ поддержки развития венчурного предпринимательства как механизма для запуска самоподдерживающегося венчурного процесса. В США венчурный капитал к 2007 г. превышал 60 млрд долл. и продолжает расти ускоренными темпами, несмотря на затяжной долговой кризис в Европе и мире, предлагая возможности альтернативных инвестиций⁶. Опыт развитых стран свидетельствует, что венчурные фонды могут служить одним из эффективных инструментов преодоления дефицита и дороговизны инвестиционных ресурсов. Европейские страны рассматривают венчурный капитал как перспективный источник развития, и на текущий момент венчурные фонды Европы инвестируют в национальные экономики более 6 млрд долл. в год. Однако европейские фонды венчурного финансирования, в отличие от американских, как правило, вкладывают средства не в начинающий бизнес, а в тот, который находится на стадии зрелости и хорошо зарекомендовал себя. По данным Европейской ассоциации венчурных фондов, около 50% западноевропейского венчурного финансирования пришлось на Великобританию, причем порядка 30% таких инвестиций осуществлялись в компании, находящиеся за пределами страны.

Венчурное инвестирование - относительно новый инструмент экономики для нашей страны, его механизмы недостаточно отработаны. Считается, что венчурная индустрия в нашей стране начала действовать с 1993 г., когда на встрече глав государств Большой семерки и Европейского союза было принято решение об оказании России помощи на проведение структурных реформ. Европейский банк реконструкции и развития во исполнение этого решения организовал в России одиннадцать региональных венчурных фондов. В 1997 г. была создана Российская ассоциация венчурного инвестирования, которая объединяет сегодня более 40 фондов с суммарным капиталом около 3,7 млрд долл.

В настоящее время, как считают эксперты, привлечение средств для венчурного ин-

вестирования из российских источников сопровождается институциональными или экономическими проблемами. Рассматривая традиционные для мировой экономики источники венчурного капитала, можно утверждать, что в России они получили слабое развитие на фоне неблагоприятного законодательства и отсутствия коммерческого интереса в условиях высокого риска⁷.

Существующая инвестиционная политика российских банков ориентирована на продвижение дорогих, краткосрочных, мало рискованных займов и не стимулирует инвестировать в венчурные фонды, обладающие более высокой долей риска, более долгим сроком возврата финансовых средств.

Однако, по мнению экспертов, в ближайшем будущем Россию ожидает рост источников формирования венчурного капитала и венчурного бизнеса. При этом на текущий момент банки наиболее подготовлены для венчурного инвестирования, а изменения в российском законодательстве позволят пенсионным и инвестиционным фондам активно

участвовать в формировании венчурного капитала. Развитие российского страхового бизнеса и укрупнение страховых компаний также будет способствовать формированию еще одного источника для венчурного капитала.

¹ Яфясов Р.Р. Экономическая сущность венчурного капитала // Экон. науки. 2011. □ 1 (74). С. 27.

² Родионов И., Никконен А. Выбор источников венчурного капитала. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-Course-2011-Part-2.pdf>. С. 91-96.

³ Кондратьева Т.Н. Финансы венчурной деятельности. Минск, 1998.

⁴ Там же. С. 47.

⁵ Там же. С. 49.

⁶ Лирмян Р.А. Мировой опыт использования механизма венчурного финансирования инновационных процессов // Экон. науки. 2007. □ 7. С. 50-55.

⁷ Молева О.В. Особенности венчурного финансирования в российских условиях // Экон. науки. 2006. □ 9. С. 77-83.

Поступила в редакцию 27.08.2012 г.