

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ В ЭКОНОМИКЕ И ЕГО РОЛЬ В ФОРМИРОВАНИИ РЫНКА ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

А.Э. Новиков

Анализируется рынок венчурного капитала как единственный источник финансирования инновационных предприятий на ранней стадии, особенно в стране с переходной экономикой.

Ключевые слова: венчурный капитал; венчурный фонд; венчурная индустрия; финансовые рынки; инвестиции.

Уровень инвестиций оказывает существенное воздействие на объем национального дохода общества; от его динамики будет зависеть множество макропропорций в национальной экономике. Инвестиции в масштабах страны опреде-

ляют процесс расширенного воспроизводства. Строительство новых предприятий, а следовательно, и создание новых рабочих мест зависят от процессов инвестирования или капиталообразования.

Источником инвестиций являются сбережения, складывающиеся из заработной платы, жалования, ренты, дивидендов, трансфертных платежей, прибыли и других поступлений, получаемых домашними хозяйствами от выполняемых ими работ. Если сравнить сумму всех доходов домохозяйств с суммой расходов на потребительские товары, то можно обнаружить, что домохозяйства в целом, как сектор, регулярно сберегают часть своих доходов. Понятие “сбережение” имеет два различных значения. Первое – откладывать, а не расходовать; второе – позволять ресурсам работать. Каждый из этих двух аспектов имеет разные последствия: первый – благоприятствующие экономическому росту, а следовательно, и количественному увеличению ВВП, второй – тормозящие нормальное развитие экономики [1].

Существует система специальных экономических институтов. Эти институты называются финансовыми рынками. К числу наиболее распространенных относятся банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные, а также венчурные фонды. Роль этих финансовых посредников заключается в том, чтобы аккумулировать денежные средства собственников сбережений и передавать их в форме ссуд в распоряжение заемщиков. В свою очередь это становится главным средством увеличения производительности общества и приводит к росту ВВП. Но процесс превращения сбережений в инвестиции не всегда проходит равномерно и устойчиво, что приводит к колебаниям ВВП.

С ростом накопления капитала снижается предельная эффективность его функционирования, так как все более и более сужается круг альтернативных возможностей высокоприбыльных капиталовложений. С ростом доходов будет увеличиваться и доля сбережений. Однако роль сбережений лиц наемного труда, не являющихся одновременно предпринимателями, весьма значительна, и несоответствие процессов сбережения и инвестирования может приводить экономику в состояние, отклоняющееся от равновесия.

Экономическая система представляет много возможных вариантов для осуществления инвестиций, которые различаются по степени выгодности. При прочих равных условиях уменьшение процентных ставок ведет к повышению уровня плановых инвестиций.

Инвестиции зависят также от уровня налогообложения и вообще от налогового климата в стране. Слишком высокий уровень налогообложения не стимулирует инвестиции.

Инвестиционный процесс реагирует также на темпы инфляции. Инфляционная среда ставит пе-

ред семейными хозяйствами, фирмами и предприятиями трудноразрешимую задачу – определить изменение общего уровня цен, и, как следствие из этого, планирование хозяйственной деятельности становится затруднительным. Отдача, которую обещают впоследствии принести инвестиционные проекты, оказывается в зависимости не столько от уровня производственной и маркетинговой деятельности, сколько от колебаний уровня заработной платы, процентных ставок и цен на основное сырье и энергоресурсы. Поскольку повышается степень риска капитальных вложений, вероятно, что фирмы будут отдавать предпочтение проектам рискованным, но которые обещают краткосрочные финансовые выгоды. Процесс формирования и использования инвестиционных ресурсов охватывает определенный период, который принято называть инвестиционным циклом. Если рассматривать реальные инвестиции, то он включает следующие этапы: научные разработки; проектирование; строительство; освоение.

Инвестиции играют главную роль в экономическом процессе, они определяют общий рост экономики. В результате инвестирования средств в экономику увеличиваются объемы производства, растет национальный доход, развиваются и уходят вперед в экономическом соперничестве отрасли и предприятия, в наибольшей степени удовлетворяющие спрос на те или иные товары и услуги. Полученный прирост национального дохода частично вновь накапливается, происходит дальнейшее увеличение производства, процесс повторяется непрерывно. Таким образом, инвестиции, образующиеся за счет национального дохода в результате его распределения, сами обуславливают его рост и расширенное воспроизводство. И чем эффективнее инвестиции, тем больше рост национального дохода, тем значительнее абсолютные размеры накопления, которые могут быть вновь вложены в производство. При достаточно высокой эффективности инвестиций прирост национального дохода может обеспечить повышение доли накопления при абсолютном росте потребления [2, с. 31; 3].

Инвестиции на макроуровне являются основой:

- для осуществления политики расширенного воспроизводства;
- для ускорения НТП, улучшения качества и обеспечения конкурентоспособности отечественной продукции;
- для структурной перестройки общественного производства и сбалансированного развития всех отраслей народного хозяйства;
- для создания необходимой сырьевой базы промышленности;

- для гражданского строительства, развития здравоохранения, культуры, высшей и средней школы, а также для решения других социальных проблем;
- для смягчения или решения проблемы безработицы;
- для охраны природной среды.

Для экономики Кыргызской Республики, которая уже длительное время находится в состоянии экономического кризиса, инвестиции необходимы для ее стабилизации, оживления и подъема. Инвестиции в производство, в новые технологии помогают выжить в жесткой конкурентной борьбе, дают возможность более гибкого регулирования цен на свою продукцию и т.д. Для инновационного развития кыргызстанской экономики, особенно в ее переходный период, крайне необходимо внедрение и развитие такого сегмента финансовых ресурсов, как венчурный капитал.

Рынок *венчурного капитала* является лишь небольшим сегментом отрасли прямых инвестиций в акционерный капитал. Однако его значение трудно переоценить, так как рискованный капитал является практически единственным источником финансовой поддержки малых инновационных предприятий на самых ранних стадиях существования – от идеи до выхода и закрепления их продукции на рынке.

Использование венчурного капитала, как альтернативного источника финансирования частного бизнеса, началось в США в середине 50-х гг. прошлого века.

Основную часть корпоративного сектора составляют независимые *венчурные фонды* (компании, фирмы), обычно представляющие собой партнерства (partnerships). Участниками таких партнерств могут быть как юридические, так и физические лица. Основной объем капитала партнерств образуется вкладами государственных и частных пенсионных фондов США. Помимо пенсионных фондов, активное участие в венчурных фондах принимают коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, государственные и благотворительные фонды, корпорации, частные лица [2, с. 31; 3].

Часто венчурные фонды создаются как аффилированные (дочерние) структуры отдельными банками и страховыми компаниями. Такие фонды осуществляют инвестиции в интересах внешних инвесторов либо клиентов материнской компании.

Помимо венчурных фондов, в корпоративном секторе представлены венчурные фирмы, образованные нефинансовыми промышленными корпорациями как филиалы, осуществляющие инвестиции в интересах материнской компании. Такие

фирмы получили название “прямые инвесторы”, или “корпоративные венчурные инвесторы”.

По данным Национальной ассоциации венчурного капитала США (NVCA), американские компании, использовавшие венчурный капитал на протяжении 30 лет в период с 1975 по 2005 г., в совокупности создали более 10 млн новых рабочих мест и принесли свыше 2,1 трлн долл. дохода. Сейчас в них уже занято 9 % рабочей силы частного сектора США и создается 16,6 % ВВП. За последние несколько десятилетий венчурный капитал поддержал целый ряд известных компаний: Microsoft, Intel, Apple, Cisco, Yahoo, Hotmail, Google, Skype и многие другие.

Венчурный капитал стал поистине “глобальным”. Согласно отчету по глобальному венчурному капиталу, опубликованному в июне 2007 г. консалтинговой компанией Deloitte & Touche, более трети (34 %) венчурных фондов США намерены главным фокусом своей международной экспансии сделать Китай, а 24 % – Индию.

Интересно, что в 2006 г. инвестиции венчурного капитала в китайский бизнес выросли на 55 % и составили 2,9 млрд долл., что позволило КНР обойти Великобританию (2,8 млрд долл.) и занять второе после США место в мире.

Экстраполяция данных по тенденциям в сегменте венчурного капитала показывает – взрывной рост инвестиций в развивающихся странах продолжится, а вот инвестиции в Европе будут сокращаться. Высокие темпы роста венчурного финансирования в Китае и Индии означают, что именно сюда перетекает капитал, который раньше пошел бы в развитые страны. Американские венчурные фонды в последние годы особенно активно переводили капитал из Европы в Азию.

Однако США и Европа остаются главными рынками для венчурного капитала, несмотря на бурный рост венчурного финансирования в азиатских странах. В 2006 г. объем венчурного капитала, инвестированного в США, составил 28,4 млрд долл., а в 2007 г. венчурные капиталисты США мобилизовали капитал уже на сумму 35 млрд долл., из которых 10 млрд были сфокусированы для инвестиций в компании ранних стадий развития. Для сравнения, рынок прямых и венчурных инвестиций Швеции составляет порядка 1,4 % от ВВП, в то время как в России он достигает менее 0,01 %, или порядка 6–10 млрд долл. США.

Развитие рынка прямых и венчурных инвестиций может обеспечить растущий бизнес Кыргызстана финансированием, которое сегодня, в виду различных причин, не могут предложить банки и другие институты развития.

Кроме того, вместе с деньгами венчурных фондов компании получают и их управленческий и коммерческий опыт, накопленный на множестве других проектов: в области финансового управления (финансовый учет и бюджетирование), производства, брендинга, маркетинга и сбыта, выстраивания системы корпоративного управления и т.д. Деятельность фондов направлена на повышение стоимости проинвестированных компаний за счет роста конкурентоспособности.

Проинвестированные венчурными фондами компании, как правило, развиваются быстрее рынка, что способствует общему повышению благосостояния и развитию экономики страны, а также созданию новых рабочих мест.

Таким образом, венчурный бизнес, зародившийся в середине 50-х гг., развился в мощную мировую индустрию и зарекомендовал себя как один из наиболее действенных инструментов поддержки и развития реального сектора экономики. Согласно новому исследованию Национальной ассоциации венчурных инвесторов США, доход компаний, финансируемых венчурным капиталом, в 2011 г. составил 3 трлн долл. США, или более пятой части ВВП страны.

В 2011 г. в компаниях, финансируемых венчурными фондами, работало более 12 млн человек (или 11 % от всего штата частного бизнеса), а их доход составил около 3 трлн долл. США – более одной пятой (21 %) от всего ВВП, который составил 14,3 трлн. долл. США, пишет Cnews [4].

Также исследователи отмечают, что компании, финансируемые венчурными инвесторами, превзошли общие показатели экономики США по созданию рабочих мест и росту доходов. По первому пункту рост компаний с венчурным капиталом в период с 2006 по 2011 г. составил 1,6 % против 0,2 в среднем среди частных компаний. Что касается роста доходов, то у компаний, финансируемых венчурными фондами, он составил 5,3 % в указанный период против 3,5 в среднем.

По словам авторов отчета, это произошло потому, что венчурные фонды, как правило, ориентируются на инновационные компании с большим потенциалом для развития. Венчурное инвестирование во всем мире осуществляется через систему организации венчурных фондов.

Венчурный фонд – это денежные средства, аккумулируемые на банковском счете финансового посредника или самого венчурного предприятия путем осуществления взносов его участниками и используемые на финансирование венчурного проекта. Венчурные фонды работают исключительно с инновационными предприятиями и проек-

тами, так называемыми стартапами, осуществляя инвестиции в ценные бумаги или предприятия с высокой или относительно высокой степенью риска в ожидании чрезвычайно высокой прибыли. Обычно такие вложения осуществляются в сфере новейших научных разработок, высоких технологий. В большинстве случаев 70–80 % проектов не приносят отдачи, но прибыль от оставшихся 20–30 % окупает все убытки [4].

В отличие от первоначально возникшей, так называемой “американской”, модели венчурного финансирования (“один инвестор – одна компания-объект”), сегодня наиболее распространена схема, когда объединенные (синдицированные) средства нескольких инвесторов поступают под управление фонда, распределяющего их между несколькими проектами. Такая диверсификация снижает общий показатель рисковости деятельности фонда, и фонд может демонстрировать хорошие результаты, даже если некоторые из его проектов окажутся не очень успешными.

Венчурный фонд аккумулирует средства нескольких инвесторов с целью диверсификации рисков. Этими средствами управляет профессиональная управляющая компания (далее УК). УК выступает в роли посредника между инвесторами и компаниями-реципиентами. Как правило, управляющая компания занимается и сбором средств в фонд (“fund raising”). В венчурной индустрии руководитель или ведущий менеджер УК часто называется “венчурный капиталист”.

Как показала мировая практика, организационно-правовой структурой, идеально подходящей для венчурного фонда, является договор об ограниченном партнерстве (“командитном товариществе” – согласно российскому законодательству, Limited Partnership, LP), предусмотренный в рамках англо-американского права [5, с. 86]. В Европе существуют аналогичные ему формы.

Срок жизни отдельного инвестиционного проекта, включающий промежуток времени от момента нахождения проекта до осуществления выхода из него, обычно колеблется от 3 до 8 лет. Верхняя граница обусловлена ограничениями со стороны инвесторов, а нижняя продиктована необходимостью тщательно выполнения всех этапов инвестиционного проекта. Также, обычно, при создании фонда определяется предельный срок размещения всех средств фонда (2–3 года в российских условиях), а также продолжительность инвестиционного цикла фонда – обычно 8–10 лет, – в течение которого все проекты должны быть доведены до стадии “закрытия”.

Своеобразным “паспортом” фонда, в соответствии с зарубежной практикой, служит документ,

называемый Инвестиционным меморандумом. Меморандум является основополагающим документом фонда и регламентирует его цели, задачи, принципы организации и деятельность. Инвестиционный меморандум предоставляется имеющимся либо потенциальным инвесторам фонда и содержит следующую информацию о фонде:

- стратегия деятельности;
- юрисдикция и организация, бизнес-модель;
- структура управления фондом;
- топ-менеджмент фонда;
- критерии отбора фондом инвестиционных проектов.

Первым этапом деятельности фонда является консолидирование финансовых средств инвесторов. Далее начинается поиск, первоначальный отбор и оценка пригодности проектов для реализации. Согласно оценкам экспертов, этот этап занимает до 30 % времени сотрудников фонда.

Следующий этап сделки в зарубежной практике именуется “due diligence”, что переводится как “тщательное рассмотрение”, или “аудит” – совокупность результатов которых призвана подтвердить участие фонда в данном проекте [6, с. 37].

В мировой практике венчурные фонды могут быть открытыми и закрытыми (в России инвестиционные фонды венчурных инвестиций могут существовать только в виде акционерных инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов (п. 1.3 Приказа ФСФР № 08-19 пз/н от 20.05.2008 года “Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов”).

Наиболее распространенным переводом термина “венчурное инвестирование (финансирова-

ние)” является “сопряженное с большим риском выделение средств для реализации какого-то проекта с неясными перспективами”.

Венчурный капитал – это важный источник акционерного капитала для компаний, находящихся на ранней стадии развития [7].

Существует и другое определение данного определения венчурного капитала: это – источник средств для прямого инвестирования в частные предприятия, акции которых не котируются и не продаются на биржах, в обмен на долю в их акционерном капитале. Именно поэтому этот источник финансирования так важен для развития путем следующей перепродажи акций (“выхода”).

Литература

1. Станиславчик Е. Традиционное и венчурное финансирование инвестиционных проектов / Е. Станиславчик // Финансовая газета. 2007. № 2.
2. Семенов А.С. Венчурное финансирование инновационной деятельности / А.С. Семенов, А.И. Каширин // Инновации. 2006. № 1 (88).
3. Дворжак И. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы / И. Дворжак, Я. Кочишова, П. Прохазка // URL: <http://koi.cfin.ru/investor/> и др.
4. http://mirkin.ru/index.php?option=com_content&task=blogcategory&id=50&Itemid=111
5. Глэдстоун Д. Инвестирование венчурного капитала / Д. Глэдстоун, Л. Глэдстоун. М.: Баланс Бизнес Букс, 2006.
6. Аскинадзи В.М. Венчурное инвестирование: монография / В.М. Аскинадзи, О.А. Жданова. М.: Маркет ДС, 2009.
7. What is venture capital. URL: <http://www.nvca.com>.