

---

# ПРИРОДА, ОБЩЕСТВО, ЧЕЛОВЕК

---

## ВЕНЧУРНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ КАК ОСНОВОПОЛАГАЮЩИЙ ФАКТОР ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ

М. А. Федотова

*В статье обсуждается одна из важнейших проблем современного мира – обеспечение инновационного развития в условиях значительной неопределенности и возрастающих рисков посредством венчурного инвестирования. Тема, предельно актуальная для мира в целом и для России в частности, рассматривается в статье не только с позиции эффективного управления финансами и экономикой в целом, но и в контексте существующего российского законодательства, где обнаруживаются существенные изъяны; автор предлагает конструктивные подходы к их устранению.*

**Ключевые слова:** венчурное инвестирование, инновации, экономика, финансы, глобальный рынок, рыночная экономика, государство, бизнес, право, законодательство.

Способность к нововведениям, восприимчивость к инновациям – необходимое условие эффективного развития любой экономической системы и ее конкурентоспособности в условиях глобального рынка. Овладение навыками инновационного прогнозирования, стратегического управления новыми техническими знаниями, государственной поддержки бизнеса и науки, особенно на современном этапе, когда конкуренция на мировых рынках товаров и услуг приобретает все более жесткий характер, означает благополучное развитие национальной экономики и общества в целом. В этой связи вопрос выбора своевременной и практичной инновации требует особого внимания и серьезного анализа.

Отбор инноваций преследует двоякую цель: с одной стороны, открыть путь именно тем нововведениям, которые направлены на обогащение и замену устаревших элементов экономической, социальной, политической и т. п. систем, а с другой – оградить развитие общества от опасных инноваций. Отбор может происходить как в результате рыночной конкуренции, где выживает сильнейший, так и посредством использования целевых программ государства. Но и в том и в другом случае цель всегда одна – поддержать прогрессивные и отбраковать опасные инновации. Вместе с тем отделить одно от другого, в особенности на стадии формулирования идей, порою довольно трудно, а то и вовсе невозможно, так как нередко то, что изначально кажется привлекательным и многообещающим, в итоге оказывается невыполнимым или фикцией, тогда как, казалось бы, несбыточные, бесперспективные идеи способны привести к ошеломляющему успеху. Готовых решений

или каких-то проверенных рецептов поведения в подобных случаях не существует, что только усиливает ситуацию неопределенности, значительных рисков и повышенной опасности.

Однако наряду с явными минусами здесь заключены и значительные плюсы, ибо, действуя в зоне повышенного риска и неопределенности, можно, конечно, потерпеть неудачу, но можно и получить беспрецедентные результаты, выйти на прорывные направления развития, а то и вовсе сделать фундаментальные открытия. Таким образом, вполне очевидно, что инновационный тип развития требует особого отношения к принятию решений в условиях повышенного риска и неопределенности, а также предполагает создание и развитие системы венчурного (то есть особо рискованного) инвестирования, о чем более подробно пойдет разговор ниже. Теперь же отметим, что венчурное инвестирование как особая отрасль экономики, связанная с особо рискованными финансовыми операциями, зародилось во второй половине прошлого столетия и к настоящему времени сложилось в мире как самостоятельное направление инвестирования со своей спецификой и инфраструктурой, отличной от традиционных направлений инвестиционной деятельности. Иными словами, венчурный капитал представляет собой элемент инновационной инфраструктуры, объединяющий владельцев капитала и авторов новых технологий в секторе стартующих инновационных проектов. Все это ставит принципиально новые задачи не только перед бизнесом, но и перед государством, а потому особого внимания заслуживают всевозможные институты развития как в нашей стране, так и за рубежом.

Особую роль в инновационной деятельности, несомненно, играют инвестиционные фонды, опыт создания которых в развитых странах представляет особый интерес. Так, например, интересен опыт исследовательского союза штата Джорджия (GRA) в США, который был создан в 1990 г. в форме партнерства государственного и частного секторов шести исследовательских университетов штата Джорджия с правительством штата и частными производителями. Финансирование Союза осуществляется из частных и региональных фондов штата Джорджия. Участие в деятельности Союза знаменитых ученых и их коллег позволило привлечь в этот штат более 350 млн долларов в виде федеральных грантов в НИОКР, что в свою очередь позволило создать более 20 новых технологических компаний в штате. Работает венчурная лаборатория (VentureLab), задача которой – «раскрутка» новых технологических предприятий. С этой целью было инвестировано 6,5 млн долларов в 73 технологии/открытия и в 52 компании, созданные с 2002 по 2006 г. Функционирует созданный в 2008 г. венчурный фонд. Размер фонда – 40 млн долларов (10 млн – от штата, 30 млн – от частных предприятий). Фонд финансирует компании, реализующие инновационные идеи исследовательских институтов штата Джорджия. Как правило, финансируются проекты в сфере медицины и биологических наук, находящиеся на стадии «start-up». Фонд посевного финансирования штата Джорджия был организован в 1999 г. для создания и инвестиционной поддержки компаний в сфере передовых технологий, он инвестировал 5,7 млн в 18 компаний, что позволило привлечь 177 млн долларов частных инвестиций – соотношение 31/1.

Опыт Финляндии также поучителен, ибо за 50-летний период финская экономика претерпела колоссальную структурную перестройку, в результате которой доля экспорта товаров с высокой добавленной стоимостью увеличилась с 16 % до 63 %. В настоящее время экспорт составляет около трети ВВП страны, причем более половины его приходится на страны Европейского союза. Значительным

достоинством инновационной системы Финляндии является тот факт, что в стране создана целостная комплексная система финансирования инновационной деятельности, покрывающая все стадии развития инновационного проекта: от генерации знаний до роста и расширения состоявшегося инновационного бизнеса. При этом созданная система финансирования инновационной деятельности в стране основывается как на государственном, так и на частном финансировании. Интересным является соотношение государственного и частного финансирования инновационной деятельности в Финляндии на разных стадиях развития инновационного проекта. На стадии фундаментальных исследований доля государственного финансирования инновационной деятельности составляет 54 % (доля частного финансирования – 46 %). На стадии, когда бизнес развился и выходит на международные рынки, доля государственного финансирования сокращается до 2 % (доля частного финансирования – 98 %). В рамках программы по развитию инноваций усилиями SITRA организована поддержка инновационных проектов предпосевной стадии (SITRA's PreSeed services), целью которой является финансирование самых ранних стадий реализации инновационных проектов. SITRA участвует в финансировании 20 международных венчурных фондов, интерес которых сосредоточен на самых ранних стадиях инновационных проектов (фонды посевного финансирования), и 15 венчурных фондов Финляндии.

Весьма интересен и опыт Сингапура, так как это небольшое островное государство является одним из лидеров по уровню ВВП на душу населения. Затраты на НИОКР в Сингапуре превысили 2,3 % ВВП. Фундаментальные исследования поглощают 21 % общих расходов на НИОКР, прикладные – 32 %, а на опытно-конструкторские разработки приходится 47 % выделяемых средств. Фонд венчурного капитала (Venture Capital Fund) был организован Комитетом по экономическому развитию (Economic Development Board [EDB]) в 1985 г. Эта деятельность параллельно подкреплялась рядом мероприятий по развитию инновационного предпринимательства в стране. Фонд соинвестирования бизнес-ангелов (Business Angel Fund Coinvestment Scheme) был создан в 1999 г. для стимулирования бизнес-ангельских инвестиций в высокотехнологичные проекты и ускорения развития технологической деятельности в Сингапуре. Фонд осуществлял инвестиции в высокотехнологичные проекты совместно с бизнес-ангелами, тем самым снижая их инвестиционные риски и обеспечивая более высокую отдачу на вложенные средства.

Принимая во внимание зарубежный опыт, следует отметить, что переход российской экономики на инновационный путь развития невозможен без формирования факторов, способствующих поддержке инновационного потенциала страны. Только комплексное развитие национальной инновационной системы позволит России войти к 2015–2020 гг. в пятерку стран – лидеров по объему ВВП, имеющих технологически обновленную диверсифицированную экономику.

В этих условиях кажется правомерным создание специализированных венчурных фондов и привлечение к их работе научных организаций с целью коммерциализации научных разработок. Одним из таких элементов и инструментов инновационной системы является институт венчурного инвестирования (венчурные фонды), совмещающий в себе как финансовые инструменты поддержки, так и консультационно-управленческие функции. Венчурные фонды, аккумулируя капитал, не только инвестируют его в малые инновационные проекты, но и участвуют в управлении, преследуя цель расширить производство и таким образом максимизи-

ровать прибыль. Хорошие перспективы для развития такого рода деятельности появились с принятием Концепции долгосрочного социально-экономического развития страны до 2020 г., где говорится о переходе российской экономики к инновационному типу развития. Одним из приоритетных направлений этой Концепции является как раз развитие венчурного финансирования в России.

Первые венчурные фонды в нашей стране появились в 1994 г. по инициативе Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). В последние годы Правительство Российской Федерации активно работает над развитием инновационной инфраструктуры, организованной посредством различных форм государственной поддержки, включая систему финансовых и нефинансовых институтов развития, которым отводится особое место в обеспечении поддержки инновационной деятельности. С их помощью становятся возможными полноценная коммерциализация научно-технических результатов и обеспечение роста производства новой и усовершенствованной высокотехнологичной продукции. Растущий интерес к данной сфере деятельности наглядно демонстрирует тот факт, что к концу 1996 г. было уже 10 региональных венчурных фондов, а в 1997 г. 12 действующих на территории России венчурных фондов образовали Российскую ассоциацию венчурного инвестирования (РАВИ). Создаются также институты развития, призванные увеличить объем инвестиций в наукоемкие отрасли экономики. Одним из таких институтов является ОАО «Российская венчурная компания» (РВК), созданная в июне 2006 г. в соответствии с Распоряжением Правительства РФ в целях стимулирования создания в России собственной индустрии венчурного инвестирования, развития инновационных отраслей экономики и продвижения на международный рынок российских наукоемких технологических продуктов. На РВК возложены две основные функции: отбор лучших венчурных управляющих компаний на конкурсной основе и приобретение паев венчурных фондов, создаваемых этими компаниями.

В 2007 г. на российском рынке венчурного инвестирования наблюдалось заметное оживление. Российский рынок венчурного инвестирования в инновации в 2007–2008 гг. составил около 8–12 млрд р. (с учетом созданных РВК фондов на 6 млрд р.). В последние годы образованы также государственные фонды – РВК и Росинфокоминвест с капитализацией 30 и 29 млрд р., которые будут соответственно направлены на финансирование инновационных проектов. Создана государственная корпорация «Роснано-технологии». В 2007 г. приступили к активной деятельности венчурные фонды под управлением ОАО «Альянс РОСНО Управление Активами» и инвестиционной компании «Тройка Диалог». Также активизировались фонды Intel Capital и Cisco.

Вместе с тем в развитии венчурного бизнеса существует целый ряд проблем.

Негативным фактором является то, что действующая российская нормативно-правовая база практически исключает из венчурного бизнеса пенсионные фонды и страховые компании, тогда как активность рискованного капитала может возрастать только в случае доступности источников долговременного финансирования.

На сегодняшний день предлагается инвестировать средства в предприятия, основная деятельность которых соответствует приоритетным направлениям развития науки, технологий и техники Российской Федерации: безопасность и противодействие терроризму; живые системы (понимаемые в данном случае как биотехнологии, медицинские технологии и медицинское оборудование); индустрия наносистем и материалов; информационно-телекоммуникационные системы; ра-

циональное природопользование; транспортные, авиационные и космические системы; энергетика и энергосбережение.

По оценке инновационного сообщества, объем венчурных инвестиций в основные отрасли экономики должен быть не менее 616 млрд р. Минимальный объем инвестиций для сектора разработки «живых» систем должен быть на уровне 134 млрд р.; для сектора разработки наносистем и наноматериалов – 153 млрд р.; разработки информационно-коммуникационных технологий – 76 млрд р.; экологии и разработки ресурсосберегающих технологий – 52 млрд р.; разработки энергосберегающих технологий – 109 млрд р.; электроники и приборостроения – 92 млрд р.

В настоящее время одобрены три проекта в области нанотехнологий общим объемом финансирования 53 млн евро:

- проект создания производства оптических элементов;
- проект создания производства микроисточников, микросфер и комплектов для проведения процедур брахитерапии;
- проект создания производства металлорежущих инструментов с наноструктурированным покрытием.

Еще одной проблемой является тот факт, что многие проекты в России оцениваются западными экспертами как небольшие, тогда как затраты на экспертизу обычно не зависят (или незначительно зависят) от величины проекта. В силу этого многие проекты не рассматриваются по причине возможных высоких удельных издержек. При этом венчурный инвестор вынужден осуществлять большой объем функций, связанных прежде всего с постановкой и развитием бизнес-процессов в инвестируемой компании, что должно компенсироваться более выгодными условиями участия в новой организации.

К существенным причинам медленного развития венчурного бизнеса также можно отнести недостаточную активность российского фондового рынка. Для большинства компаний с венчурным капиталом недоступна стратегия выхода инвестора через публичное размещение акций. Доминирующими стратегиями остаются выкуп, слияние и поглощение компаний.

Еще одним негативным фактором является то, что во многих проектах вопросу выработки стимулов для инвестора не уделяется должного внимания, тогда как акцент в основном смещается на технические достоинства продукции.

Одной из наиболее существенных проблем является и плохая информационная инфраструктура венчурного капитала (например, информация о наличии и специализации различных финансовых институтов, которые могли бы рассматривать проекты из данного региона или отрасли, требования, предъявляемые к проектам).

В России на сегодняшний день практически отсутствуют венчурные фонды, готовые вкладывать средства в относительно небольшие инвестиционные технологические проекты с объемом требуемого финансирования от 300 тыс. до 2 млн долларов. Такие средства слишком велики для Фонда содействия, который предоставляет в основном кредиты для начальной стадии развития в объеме от 50 до 100 тыс. долларов, и слишком малы для действующих в нашей стране организаций венчурного финансирования, нацеленных на проекты с объемами инвестирования в 2–3 млн долларов, причем в большинстве случаев эти проекты не относятся к новым технологиям.

Кроме того, исследования, проведенные Национальной ассоциацией инноваций и развития информационных технологий (НАИРИТ), показали, что более 70 % российских инновационных разработчиков не доверяют венчурным фондам

и не желают с ними работать. Фонды слишком многого хотят и слишком мало дают, чтобы сделать сотрудничество выгодным. В рамках бизнес-плана они требуют не только описания сферы применения данной технологии и расчетов ожидаемых экономических дивидендов, но также полностью просчитанного плана производства и маркетингового продвижения, а некоторые – даже подтверждения от первых потенциальных заказчиков. Таким образом, венчурные инвестиции превращаются в обычный банковский кредит, но оплачиваются именно как венчурные инвестиции.

К тому же на сегодняшний день, в условиях дорогих денег, иностранные инвесторы переоценивают свои активы с точки зрения рисков. Кризис денежной ликвидности снижает инвестиционные возможности денежных компаний, инвесторы пересматривают отношение к рискам вообще и к венчурным в частности. В период кризиса денежной ликвидности венчурные проекты как особо рискованные имеют мало шансов найти инвесторов. Экономический спад, одним из элементов которого является сложная ситуация на финансовых рынках, приводит к тому, что на наиболее развитых западных рынках становится сложнее организовать выход из портфельных компаний. В такой ситуации в основном все сосредоточено на выживании, а не на динамичном развитии, поэтому инновационные проекты в данной ситуации могут быть не столь востребованы.

Обладая определенной спецификой, венчурные проекты диктуют и особый подход к их оценке. Венчурные инвестиции – это финансово-экономические отношения между инвестором и авторами венчурного проекта. Консенсус в этих отношениях достигается по многим критериям, которые не всегда совпадают с традиционными. Главная задача оценки заключается в достижении компромисса между инвестором и основателями компании. Содержание процесса оценки заключается во всестороннем изучении параметров оцениваемого проекта, основных предположений, заложенных в модель прогнозирования финансовых потоков, поведения рынка и многих других сторон, содержащихся в бизнес-плане.

Первые несколько лет существования инновационного проекта, когда риски максимальны, привлечение финансовых ресурсов наиболее затруднительно: имеется отрицательный денежный поток проекта, который на языке венчурного бизнеса называется «долиной смерти». Высокотехнологические начинающие компании не обладают историей развития, как правило, не имеют на начальном этапе положительного денежного потока. Для них характерна высокая степень неопределенности, поскольку они работают на новых или зарождающихся рынках и занимаются разработкой новых продуктов, которые часто являются полностью неизвестными для круга потенциальных клиентов. Непрерывные технологические изменения и короткие жизненные циклы продуктов усложняют задачу достоверного прогнозирования и увеличивают волатильность стоимости. Часто к таким компаниям невозможно применить традиционные модели бизнес-процессов или подобрать аналоги. Особое место в процессе оценки таких проектов занимают факторы конкурентоспособности, позволяющие идентифицировать стратегические преимущества и недостатки проекта и в конечном счете определять нормы доходности и мультипликаторы, участвующие в расчете стоимости объекта инвестирования.

Интеллектуальная собственность, которой обладают объекты венчурного инвестирования, требует постоянного внутреннего контроля в целях своевременной идентификации и обеспечения адекватной правовой защиты. В этой сфере прогноз денежных потоков очень сильно зависит от законодательной базы, инфраструкту-

ры, обеспечивающей защиту интеллектуальной собственности. Нередко положительному денежному потоку препятствует пиратство.

Появление новой технологии часто сопровождается высокой неопределенностью ее применимости, целевые рынки размыты, совокупность получаемых продуктов по новой технологии зачастую плохо поддается прогнозированию, трудно бывает определить круг конкурентов, которые представлены небольшими подразделениями крупных компаний или относительно неизвестными мелкими инновационными фирмами. Более того, по мере появления конкурирующих решений или возможности расширения сфер применения новых технологий целевые рынки могут достаточно интенсивно изменяться во времени.

Поскольку на ранней стадии развития бизнеса в качестве руководителей часто выступают ученые или специалисты-исследователи с небольшим опытом и знаниями в области управления бизнесом, то типичная черта практически всех начинающих инновационных компаний – это отсутствие компетентных специалистов в основных коммерческих сферах деятельности: логистике, маркетинге, продаже, финансах и т. д. Поэтому молодая компания не может эффективно распорядиться имеющимся потенциалом. Те компании, которые, осознавая эти недостатки, приобретают необходимый персонал, могут значительно влиять на стоимость, эффективно продвигая новую технологию и тем самым обеспечивая положительный денежный поток. Именно по этой причине при оценке венчурных проектов необходимо не только анализ самой идеи, но и тщательная оценка потенциальных возможностей капитализации этой идеи и организаторских способностей руководителя и управленческого звена компании.

При оценке венчурного проекта нужно оценить не только потенциал еще не существующей технологии, но и потребительские выгоды, создаваемые еще не существующим товаром, а также реакцию потенциальных покупателей на радикально новый продукт, реакцию на него конкурентов, чей бизнес он грозит подорвать, размер еще не существующего рынка, личные качества и предпринимательские способности лидеров проекта. В таких условиях успех проекта зависит главным образом не от финансовых ресурсов или эффективности команды менеджеров и их навыков в области именно венчурного, а от нетрадиционного управления бизнесом. Поэтому при оценке венчурного проекта надо прежде оценивать не ресурсы, а способности команды проекта довести его до победного конца.

Проект должен быть нацелен на большой и растущий рынок, в его основе должна лежать инновация, позволяющая быстро занять значительную долю на этом рынке. Размер прибыли предполагается значительно больше, чем при вложении в устоявшийся проверенный бизнес. Классический венчурный инвестор вкладывает средства в новое предприятие отнюдь не для многолетнего владения. Задача – получить долю в быстрорастущей компании, «просидеть» в ней от трех до семи лет, а затем продать, зафиксировав прибыль. По статистике, из десяти проинвестированных проектов шесть терпят крах, два – еле-еле окупаются и только два приносят гигантскую прибыль.

Задача венчурного инвестора – вовремя найти и разглядеть такой объект вложений. Когда 19-летний студент Гарварда Марк Цукерберг запустил социальную сеть Facebook, никто не предполагал, что она будет занимать четвертое место по посещаемости в США и седьмое – в мире. Зато венчурные капиталисты из фонда Accel Partners разглядели потенциал Facebook уже через год, после старта проекта вложили в него 10 млн долларов в обмен на 10 % акций. Через два года доля вен-

чурного фонда Accel Partners увеличилась с 10 млн долларов до 1,5 млрд долларов, то есть в 150 раз.

Достижение договоренностей между авторами проекта и инвесторами на этом этапе опирается на опыт и интуицию потенциального инвестора, то есть на его способности достигать понимания, не прибегая к рациональному мышлению и заключениям. Интуиция ассоциируется с отсутствием рассуждения. Индивидуальные инвесторы, напрямую инвестирующие личные финансовые ресурсы в новые и растущие малые фирмы, или, как их принято называть, бизнес-ангелы, могут себе позволить на этом этапе принять решение без какого-либо формального обоснования, так как отчет за свои деньги они будут держать только перед собой. Их решение зависит от генетически определенного склада ума и внешних факторов, таких как образование и опыт. Принятие решения охватывает весь спектр интеллектуальной деятельности – от анализа до эвристики. Если аналитическим рассуждениям свойственно исследование проблемы путем ее деления на составляющие, то эвристический подход в своей основе – интуитивный и охватывает проблему в целом. При оценке традиционных инвестиционных проектов, когда размер рынка, размеры требуемых инвестиций, прогнозируемые доходы и степень риска довольно легко и точно можно определить, можно использовать более или менее стандартные процедуры оценки. Хотя и тут велика роль опыта и интуиции оценщика, так как основная работа осуществляется методом структурированных расчетов.

В случае венчурных проектов ситуация совершенно иная. Здесь создаются радикально новые технологии и продукты, которые призваны совершить революцию на рынке. Аналогов этих продуктов или технологий не существует, поэтому для оценщика отсутствуют возможности применять сравнительный подход в рамках оценки проекта. Какие бы необыкновенные выгоды ни создавал новый продукт для потребителя, он столкнется с серьезным сопротивлением как внутри компании, так и на рынке.

Внутренние неопределенности связаны с особенностями управления венчурными предприятиями, которые коренным образом отличаются от традиционного корпоративного управления. На раннем этапе разработки новой технологии также невозможно предсказать, насколько реально ее создать и какие сложности возникнут по ходу продвижения вновь созданного продукта на рынке.

Внешние неопределенности связаны с тем, что радикально новый продукт, чтобы совершить революцию на рынке, должен сначала разрушить старые устои: изменить привычки покупателей, разорвать устоявшиеся связи потенциальных партнеров, изменить инфраструктуру продаж и обслуживания, подстроенную под старые товары. Чем моложе венчурный проект, тем больше эти неопределенности, и какие бы методы оценки здесь ни использовались, они могут дать лишь очень грубую оценку, которая в реальной жизни может в десятки, а то и в сотни раз отличаться от действительных результатов как в сторону завышения, так и в сторону занижения стоимости проекта.

Это обстоятельство объясняет, в частности, тот факт, что в настоящее время в России существует дефицит предложения частного капитала для долгосрочных инвестиций в проекты, характеризующиеся средним и высоким уровнем риска. Но его можно восполнить с помощью средств государства. Выступая крупным инвестором, государство способствует улучшению основных макроэкономических показателей. Благодаря успешному опыту частно-государственного финансирования

проектов возможно изменение роли частного сектора, проявление с его стороны долгосрочного интереса и доверия к подобным проектам.

Однако, как уже отмечалось, одним из факторов, сдерживающих инвестиционную активность венчурных фондов в нашей стране, является отсутствие высокоэффективных юридических инструментов регулирования процессов венчурного инвестирования. Поэтому совершенствование законодательства в области венчурного инвестирования становится необходимым условием формирования и эффективной деятельности венчурных фондов и, как следствие, роста количества высокотехнологичных компаний. Главная ответственность в решении этих вопросов ложится на государство, которому необходимо разрабатывать и выполнять соответствующие программы поддержки венчурной индустрии как минимум по двум причинам: во-первых, потому, что развитие венчурной индустрии сопровождается созданием так называемых общественных выгод, а во-вторых, это связано с ограниченностью финансовых ресурсов частного сектора. Предполагается также, что такие действия государства окажут позитивное влияние на экономику, так как в результате действия программ поддержки венчурного капитала прибыль в конечном счете получают не только частные лица, но выиграет и общество в целом. Не вызывает сомнения и то, что проекты, направленные на поддержку малых компаний, будут способствовать созданию новых рабочих мест, новых технологий, имеющих важное стратегическое значение для долгосрочного роста экономики.

Итак, для развития и продвижения инноваций в нашей стране необходимо комплексное развитие финансового рынка и финансовых институтов, обеспечивающих возможности финансирования на каждом этапе продвижения инноваций. В первую очередь это финансирование разработки и внедрения инноваций через систему венчурных инвестиций, обеспечивающее доступность капитала для инновационных компаний на всех стадиях процесса продвижения инноваций. С целью развития и повышения эффективности венчурного финансирования, создания режима наибольшего благоприятствования инновационным компаниям, создания условий роста количества высокотехнологичных компаний необходимо выполнение ряда задач по внесению изменения в существующее законодательство, регулирующее процесс венчурного финансирования.

Традиционно инструменты коллективного прямого частного инвестирования в российские высокотехнологические компании ранних стадий регистрировались и по-прежнему регистрируются за рубежом – в развитых странах или офшорных зонах. Вместе с тем развитие государственно-частного партнерства по модели государственного соинвестирования в венчурные фонды сделало актуальной задачу создания в российском правовом поле оптимальной для венчурного инвестора организационно-правовой формы.

В настоящее время в России существуют две формы, пригодные для регистрации венчурных фондов, – это договор простого товарищества (ДПТ) и закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций. Обе формы не образуют юридического лица и позволяют инвесторам избежать двойного налогообложения. Форма венчурного ЗПИФ появилась в России недавно, и к настоящему моменту существуют венчурные фонды обоих типов.

Опыт венчурных программ Израиля, Финляндии, Великобритании показывает, что именно ограниченное партнерство и сходные с ним формы использовались для регистрации фондов прямого и венчурного инвестирования. Логичным шагом могло бы стать формирование венчурных фондов в виде командитных товари-

шеств, предусмотренных Гражданским кодексом РФ. Однако на сегодняшний день для этой формы в России существует двойное налогообложение, в силу чего эта форма, также как акционерное общество и общество с ограниченной ответственностью, представляется неоптимальной для инвесторов. Возможный путь – введение особой надстройки «командитное товарищество, ориентированное на венчурное инвестирование», с внесением одновременных изменений в Налоговый кодекс, однако это сопряжено с необходимостью коррекции ряда основополагающих нормативных правовых актов.

Помимо этого, учитывая, что основная часть существующих фондов прямого и венчурного инвестирования создана с учетом существующей правовой практики, необходима разработка законодательных инициатив, направленных на совершенствование деятельности обществ с ограниченной ответственностью и акционерных обществ.

Вопрос налогообложения наряду с законодательным обеспечением венчурного финансирования стоит в РФ очень остро. Практически повсеместной является практика «сопровождения» прямого государственного финансирования научно-исследовательских и конструкторских работ, осуществляемых предприятиями, развитой системой предоставления им налоговых льгот. В странах с развитой инновационной экономикой соотношение прямого государственного финансирования НИОКР предприятий и предоставляемых им налоговых льгот колеблется в весьма широком диапазоне.

Основными механизмами предоставления налоговых льгот являются также следующие: возврат компаниям части средств, израсходованных на НИОКР; субсидирование процентных ставок по долгосрочным кредитам, привлекаемым для выпуска новой высокотехнологичной продукции; введение «сверхускоренной амортизации» – инвестиционной премии для компаний в виде единовременного списания на расходы затрат на передовые технологические комплексы; государственная поддержка наукоемкого экспорта, включая установление нулевой таможенной пошлины при экспорте продукции, произведенной в РФ; софинансирование маркетинговых затрат средних компаний при выходе на зарубежные рынки.

Итак, по итогам проведенного анализа, а также изучения российского законодательства и позитивного зарубежного опыта можно прийти к выводу, что действующее российское законодательство не обеспечивает должным образом функционирование венчурных проектов с использованием корпоративно-правовых форм. В этой связи в законодательство Российской Федерации следовало бы внести ряд изменений, направленных на его совершенствование в рассматриваемой области.

1. В целях установления в действующем законодательстве правового механизма, позволяющего оплачивать уставный капитал общества поэтапно, то есть в зависимости от достижения определенных заранее результатов реализации проекта, необходимо в отношении компаний, осуществляющих инновационную деятельность (как в форме АО, так и в форме ООО), ввести общее правило, в соответствии с которым уставный капитал оплачивается в срок и в порядке, определенном в учредительных документах и/или акционерном соглашении/соглашении участников/ином документе, предусмотренном законодательством. При этом необходимо исключить действие норм ГК РФ, ФЗ об ООО, ФЗ об АО, ФЗ о РЦБ, касающихся последствий несоблюдения требования о полной оплате уставного капитала в виде принудительной ликвидации, невозможности увеличения уставного капитала до его полной оплаты (ограничений на выплату дивидендов – оп-

ционально), а также установления специального режима регистрации выпуска акций в отношении инновационных компаний в форме АО. Другим механизмом поэтапного наполнения уставного капитала также может быть закрепление в учредительных документах и/или акционерном соглашении/соглашении участников/ином документе, предусмотренном законодательством, обязанности акционеров/участников принять решение об увеличении уставного капитала в будущем при наступлении определенных условий. Данное решение не требует внесения значительных изменений в законодательство.

2. В корпоративное законодательство должны быть внесены изменения, позволяющие участникам проектной компании голосовать за принятие решений в соответствии с порядком, который они определяют в соглашении между собой, что позволит им отойти от принципа пропорционального голосования. На законодательном уровне также должны быть приняты положения, позволяющие регулировать вопросы разрешения дедлоков на уровне акционерных соглашений, иных соглашений, заключаемых между собой участниками инновационного проекта. Кроме того, законом должна быть предусмотрена возможность прибегнуть к судебному разбирательству в том случае, если участники исчерпают все возможные механизмы выхода из дедлока, заложенные в соглашениях. Заключение соглашений между участниками инновационного проекта должно быть разрешено законом, а условия таких соглашений должны получить судебную защиту.

3. В целях обеспечения защиты от размывания в ходе реализации венчурного инвестирования необходимо включить в законодательство норму, которая позволит урегулировать вопрос о порядке принятия решения на общем собрании акционеров или советом директоров по вопросу об увеличении уставного капитала путем дополнительного выпуска акций в учредительных документах и/или акционерном соглашении, а также норму, в соответствии с которой конкретному акционеру в учредительных документах и/или акционерном соглашении/соглашении участников будет предоставлено право вето на блокирование решений, указанных также в таких документах. В частности, такое право вето может быть предоставлено на принятие решения об увеличении уставного капитала.

4. На законодательном уровне необходимо наделить участников венчурного проекта возможностью устанавливать в их соглашениях или в учредительных документах портфельной компании временные ограничения на реализацию своего права на выход из портфельной компании, а также на реализацию права инициировать процедуру ликвидации компании. В целях создания механизмов, способствующих совместному выходу из венчурного проекта на выгодных для всех участников условиях, необходимо ввести в корпоративное законодательство новые правовые конструкции – *tag-along right/drag-along right*. Для обеспечения возможности более гибко урегулировать отношения участников венчурного проекта необходимо ввести в Федеральный закон об АО и ООО диспозитивные нормы, позволяющие устанавливать в соглашениях участников портфельной компании или уставе право участника в определенных случаях требовать от компании выкупить его долю и корреспондирующее право компании требовать от участника продать принадлежащую ему долю и выйти из компании. Кроме того, для целей венчурного инвестирования необходимо разрешить вопрос о порядке реализации преимущественного права в ЗАО и возможности установления в определенных случаях преимущественного права также в ОАО.

5. Для целей развития венчурного инвестирования в России и привлечения интересов инвесторов к инновационному бизнесу необходимо ввести особый поря-

док распределения имущества портфельной компании при ликвидации, наделяющий инвестора в случае добровольной или принудительной ликвидации, когда имущества портфельной компании достаточно для удовлетворения всех требований кредиторов, ликвидационными преференциями. Также следовало бы рассмотреть возможность установления некоторых особенностей банкротства венчурных организаций и возможности выхода некоторых участников (инвесторов) из проекта при наличии признаков банкротства без каких-либо негативных последствий в виде недействительности сделки и ответственности таких участников. Как минимум следует закрепить приоритет инвестора по отношению к предпринимателю при распределении имущества ликвидируемой портфельной компании (в том числе вследствие банкротства). Для целей венчурного инвестирования принципиальное значение будет иметь введение особого порядка распределения прав на результаты интеллектуальной деятельности при ликвидации, предполагающего исключение права на результаты интеллектуальной деятельности из перечня имущества портфельной компании, за счет которого удовлетворяются требования кредиторов, в том числе при процедуре банкротства; право участников портфельной компании определять лицо, к которому в случае ликвидации компании перейдут права на результаты интеллектуальной деятельности; нераспространение действия ст. 103 Закона о банкротстве на сделки по передаче участнику должника прав на результаты интеллектуальной деятельности.

Сформулированные предложения по совершенствованию отечественного законодательства, конечно же, не решат всех проблем венчурного инвестирования и тем более инновационного развития в целом. Но они являются ключевыми, требующими первостепенного решения, так как касаются основ стабильности и эффективного развития российской экономики, а следовательно, и других сфер общественной жизни. Особенно важным при этом является объединение усилий государства и соответствующих институтов развития, а также обеспечение эффективной координации их совместной деятельности с целью недопущения значительного экономического спада и сохранения достигнутых результатов экономического развития.

С этих позиций задача повышения эффективности венчурного финансирования становится особо важной проблемой при переходе экономики России на инновационный путь развития. Нехватка как государственного, так и частного капитала в научной сфере может привести к потере конкурентных преимуществ отечественной экономики, а затем и к экономическому спаду. Вот почему приоритетным направлением экономической политики государства должно быть стратегическое видение развития экономики, где инновации оказываются важнейшим источником прироста ВВП, а венчурный капитал – основным инструментом поддержки инноваций.