

УДК 338.92

ББК 65.9(2р)30.5

Р 17

Рецензенты:

доктор экономических наук А.В. Алексеев
доктор экономических наук В.И. Клиторин
доктор экономических наук А.Т. Юсупова

Р 17 **Развитие инновационной экономики: анализ, методы и модели //**
отв. ред. В.И. Суслов, науч. ред. О.В. Валиева, ИЭОПП СО РАН –
Новосибирск: ИЭОПП СО РАН, 2020. – 440 с.

Авторы:

А.О. Баранов, В.Г. Басарева, Г.В. Бобылев, О.В. Валиева, Ю.П. Воронов,
Н.В. Горбачева, Е.А. Горюшкина, Д.А. Доможиров, Н.М. Ибрагимов,
М.А. Канева, Н.А. Кравченко, М.В. Королькова, Б.Л. Лавровский,
М.В. Лычагин, Е.И. Музыко, Т.С. Новикова, Ю.М. Слепенкова, В.И. Суслов,
Г.А. Унтура, А.А. Федоров, С.Р. Халимова, Е.А. Шильцин

ISBN 978-5-89665-345-5

В монографии отражены исследования авторского коллектива по целому ряду направлений. Эти направления, различны по своему исследовательскому ядру, но связанны одной неразрывной нитью – обращением к экономике знаний, инновациям, научно-техническому прогрессу, высокотехнологичным отраслям экономики. В монографии обосновывается важность процессов реиндустриализации экономики, дается анализ роли инновационных процессов на глобальном, национальном и региональном уровнях, поднимаются вопросы, связанные с оценкой крупных научно-технологических проектов и их влияния на экономику региона.

Монография будет интересна широкому кругу читателей и исследователей, интересующихся вопросами инновационной экономики, теоретикам и практикам, занимающимся оценкой инновационных проектов, органам власти, агрегирующими подходы к изучению факторов экономического роста.

УДК 338.92

ББК 65.9(2р)30.5

Монография подготовлена в рамках планов НИР ИЭОПП СО РАН по проекту XI.170.1.2. (0325-2017-0013) «Формирование основ теории инновационной экономики: операциональные определения, измерения, модели, научно-технологические прогнозы и программы» № АААА-А17-117022250128-5 и проекту XI.170. 1.1. (0325-2019-0007) «Инновационные и экологические аспекты структурной трансформации российской экономики в условиях новой геополитической реальности».

ISBN 978-5-89665-345-5

© ИЭОПП СО РАН, 2020

© Коллектив авторов, 2020

Полная электронная копия издания расположена по адресу:

http://lib.ieie.nsc.ru/docs/2020/Razvitie_innovacionnoy_economiki-2020.pdf

5.2. Особенности венчурного бизнеса в России

Состояние венчурной индустрии в России

В табл. 5.2 представлены основные термины и определения, касающиеся венчурной индустрии.

Таблица 5.2
Основные термины и определения

Термин	Определение
VC инвестиция	Инвестиция в компанию на венчурных стадиях (посевная, начальная, ранняя и в некоторых случаях расширение). Объем инвестиции – менее 100 млн долл.
PE инвестиция	Инвестиция в компанию на зрелых стадиях (расширение, реструктуризация, поздняя). Без ограничения объема инвестиций
VC фонд	Фонд, в портфеле которого не менее 90% объема инвестиций являются VC инвестициями
PE фонд	Фонд, в портфеле которого не менее 90% объема инвестиций являются PE инвестициями
ИКТ отрасли	Отрасли, связанные с информационно-коммуникационными технологиями
Реальные отрасли	Отрасли, занимающиеся производством материальной и нематериальной продукции
Смешанные отрасли	Отрасли, оказывающие рыночные и нерыночные услуги

Источник: [Методология..., 2017; Обзор..., 2018].

Анализ статистических показателей рынка прямого и венчурного инвестирования в России проводился на основе статистических данных, представленных Российской ассоциацией венчурного инвестирования (РАВИ). В исследование вошли данные о деятельности российских и зарубежных PE и VC фондов, инвестирующих в российские компании, рассматриваются PE и VC инвестиции, осуществленные с участием PE и VC фондов исключительно в российские компании, а также данные о выходах PE и VC фондов из российских компаний.

С 2006 до 2013 год наблюдается тренд роста объема и количества PE и VC фондов. С 2013 по 2016 год, в кризисный период, появляется отрицательная динамика, но после 2016 г. и капитализация фондов, и число фондов показывает рост в 2017 г. и в первом полугодии 2018 г., как это видно на рис. 5.4. Капитализация фондов в период с 2017 г. по I полугодие 2018 г. увеличилась на 5%, количество фондов приросло на 3%.

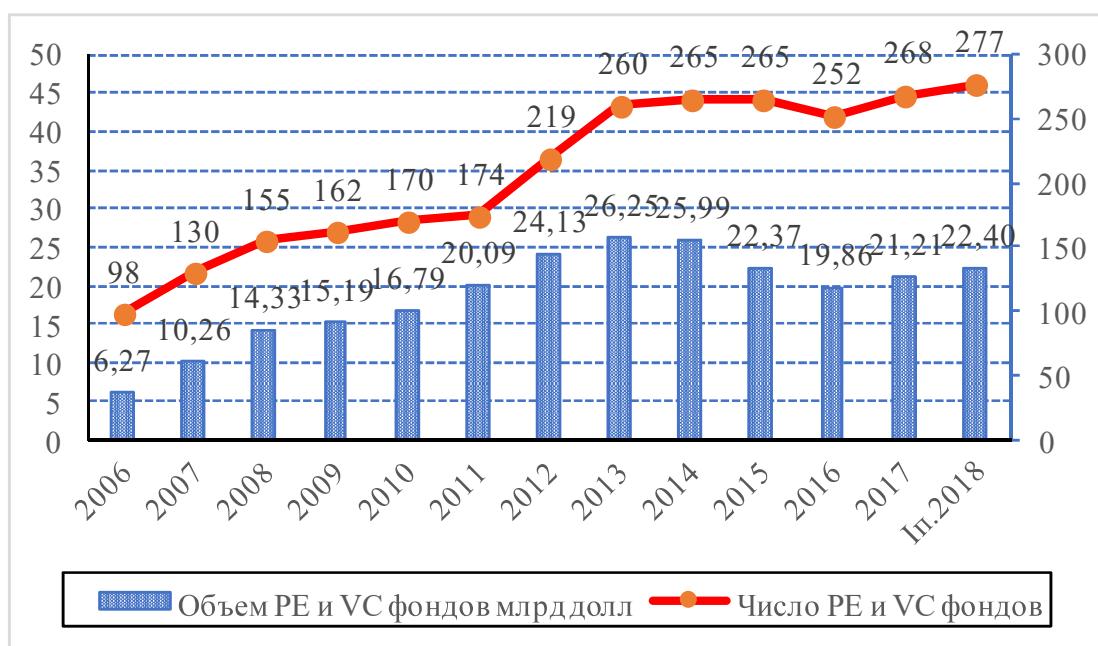


Рис. 5.4. Действующие PE и VC фонды (2006 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

До 2016 г. отраслевые предпочтения VC и PE фондов были отданы смешанным отраслям, после 2016 г. предпочтения стали отдаваться сектору информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) (рис. 5.5). Предпочтение реальных отраслей занимает наименьшую долю и имеет тенденцию к снижению. В первой половине 2018 г. изменений в предпочтениях не произошло. Перевес продолжается в сторону ИКТ сектора и смешанных отраслей.

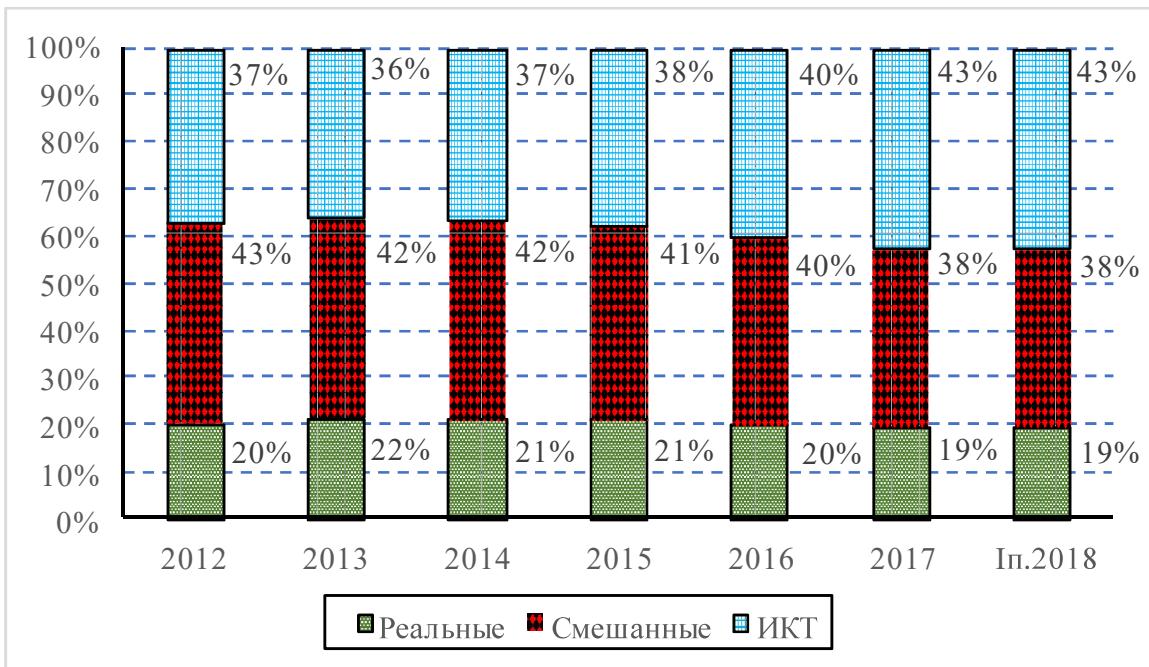


Рис. 5.5. Отраслевые предпочтения VC и PE фондов (2012 г. – I полугодие 2018 г.).

Источник: [Обзор..., 2018].

Говоря об отраслевых предпочтениях VC фондов с участием государственного капитала по-прежнему можно констатировать, что эти фонды остаются доминирующим источником инвестиций для «не ИТ»-компаний: 89% этих фондов сфокусированы на инвестициях в реальный сектор экономики или имеют смешанные отраслевые предпочтения (при этом в сегменте частных фондов лидер отраслевых предпочтений – сектор ИКТ) [Обзор..., 2018, с. 7].

Как показано на рис. 5.6, PE фонды стабильно занимают больший объем, чем VC фонды, но доля VC фондов, начиная с 2015 г., увеличивается. Прирост доли объема VC фондов в первой половине 2018 г. по сравнению с 2017 г. – плюс 1%. Доля PE фондов в общей численности фондов выше, чем доля в объеме VC и PE фондов. Но с каждым годом она падает (рис. 5.7). Число новых PE и VC фондов, появившихся на рынке в первом полугодии 2018 г., было достаточно велико – 13, что составило 48% от числа новых фондов 2017 г. Доля новых фондов, которые были созданы при участии государственных структур, была значительна – около 38%. Для сравнения – за весь 2017 г. на рынок вышло 27 новых фондов, при этом доля новых фондов с участием государственного капитала составила 26% [Обзор..., 2018, с. 7].

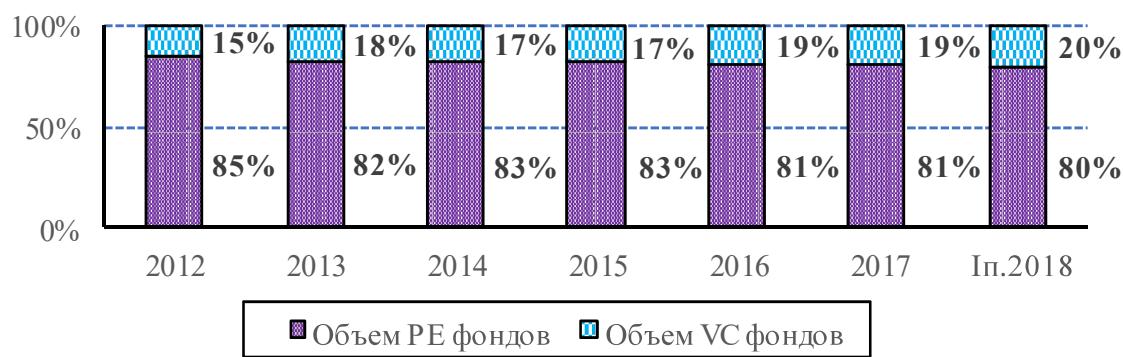


Рис. 5.6. Соотношение объемов VC и PE фондов (2012 г. – I полугодие 2018 г.).

Источник: [Обзор..., 2018].

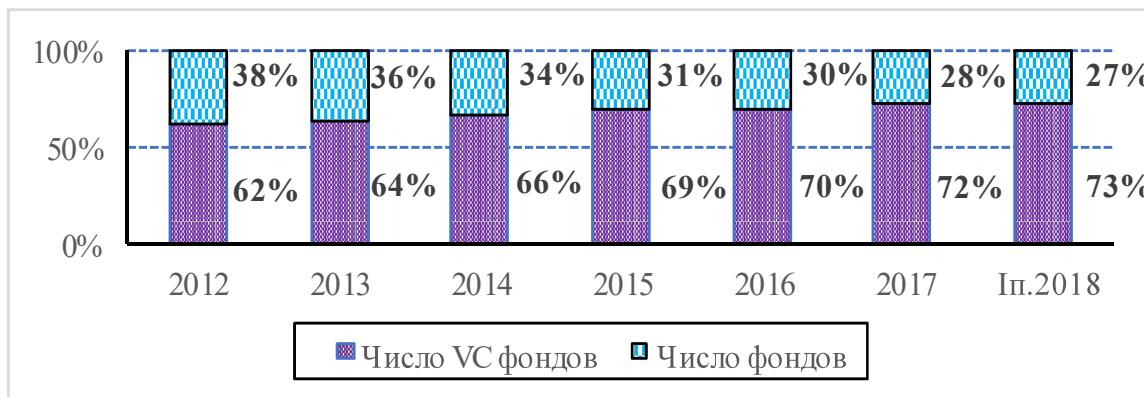


Рис. 5.7. Соотношение числа VC и PE фондов (2012 г. – I полугодие 2018 г.).

Источник: [Обзор..., 2018].

Особое внимание уделим анализу VC фондов (фондов, в портфеле которых не менее 90% объема инвестиций являются VC инвестициями, т.е. инвестициями в компанию на венчурных стадиях: посевная, начальная, ранняя и в некоторых случаях расширение) (рис. 5.8 и рис. 5.9).

Доля частных фондов наиболее высокая. С 2012 г. доля частных фондов в общем объеме VC фондов продолжала расти, но к первой половине 2018 г. упала на 4 % относительно 2017 г.

Как видно из рис. 5.9, государство – один из активных игроков рынка венчурного инвестирования, на его долю приходится 26% от общего числа действующих фондов. Данное соотношение,

возможно, сохранится или даже увеличится, поскольку в ближайший период ожидается активный выход новых фондов, которые созданы при участии институтов развития [Обзор, 2018, с. 7].

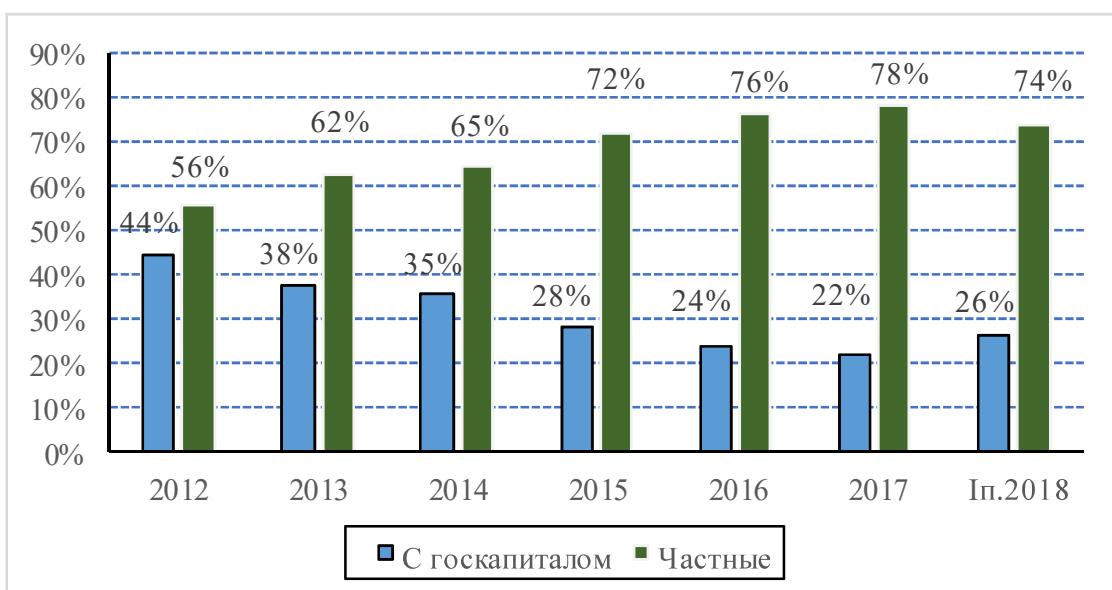


Рис. 5.8. Объем VC фондов по типам фондов (2012 г. – I полугодие 2018 г.).

Источник: [Обзор..., 2018].

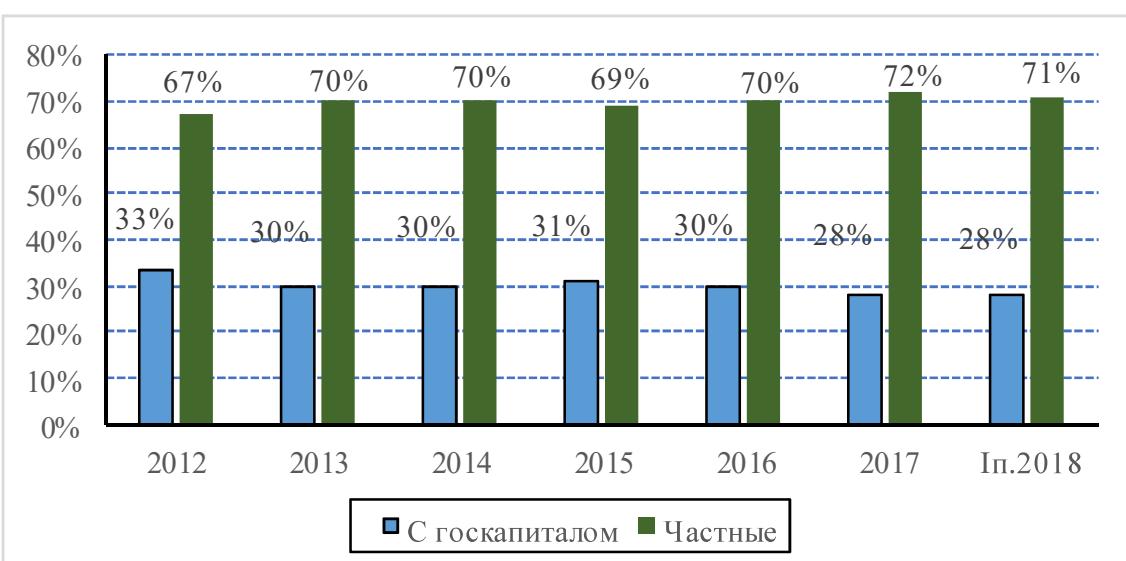


Рис. 5.9. Число VC фондов по типам фондов (2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор, 2018].

Объем РЕ и VC инвестиций в первой половине 2018 г. составил практически четвертую часть всех инвестиций 2017 г. (23%), число инвестиций составляет 42% от числа инвестиций 2017 г. (рис. 5.10). В последние четыре года замечен тренд на снижение количества инвестиций, а объем инвестиций в 2014 г., 2015 г. и 2016 г. находился практически на одном уровне. С 2017 г. заметен рост на 63% относительно объема инвестиций 2016 г.

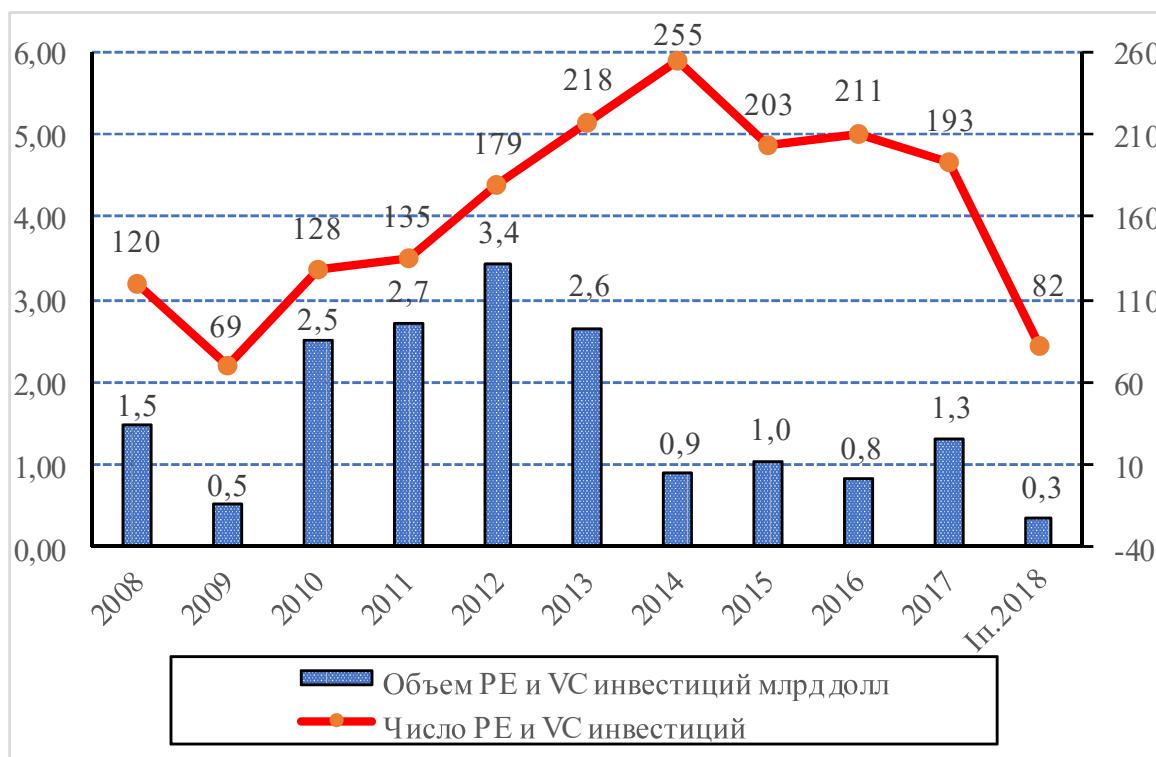


Рис. 5.10. Объем и число РЕ и VC инвестиций (2008 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

На рис. 5.11 четко виден убывающий тренд изменения числа РЕ инвестиций в период с 2012 по 2016 год. В 2017 г. наблюдается рост: и объем, и количество инвестиций были выше почти в 2 раза уровня 2016 г. В первом полугодии 2018 г. осуществлено 5 инвестиций в размере 0,31 млрд долл., что составляет 33% и 23% от уровня 2017 г. соответственно.

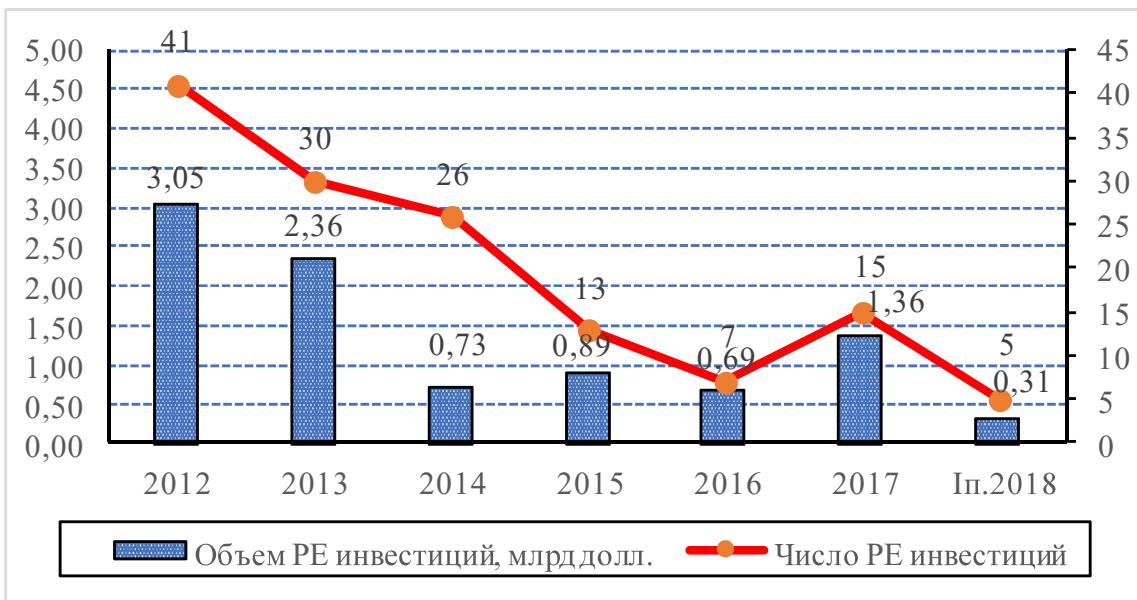


Рис. 5.11. Объем и число РЕ инвестиций
(2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

По состоянию на конец первой половины 2018 г. объем VC инвестиций составляет 23% от объема 2017 г., а количество – 43% (рис. 5.12). С 2014 по 2017 год объем PE инвестиций был примерно на одном и том же уровне. Ожидается, что объем VC инвестиций в 2018 г. будет сопоставим с 2017 г. [Обзор, 2018, с. 18].

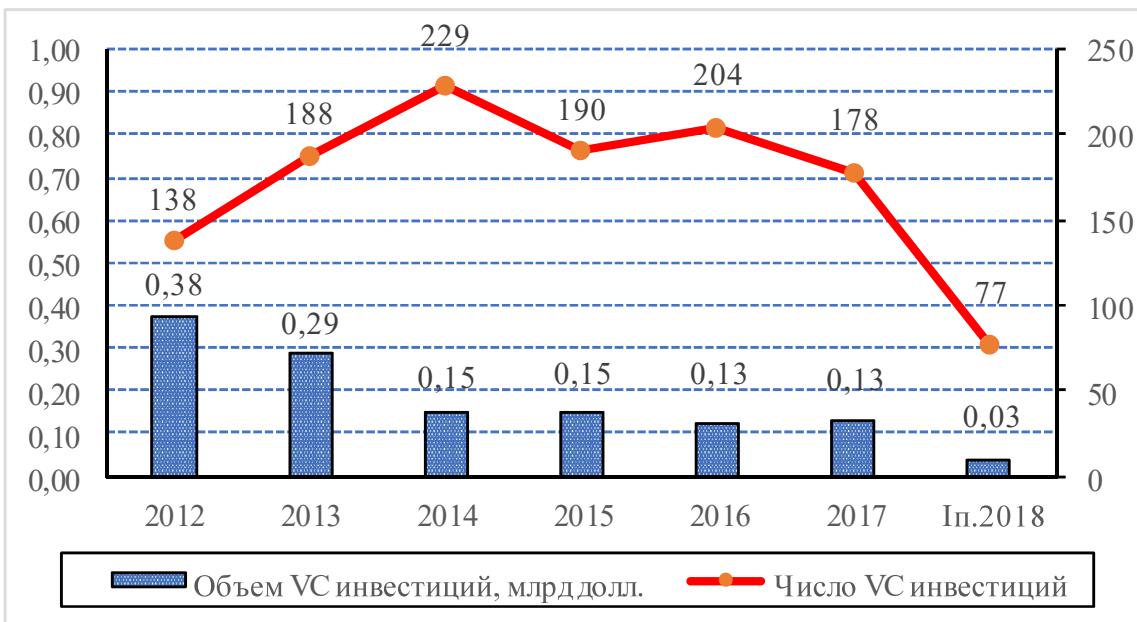


Рис. 5.12. Объем и число VC инвестиций (2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

Доля VC инвестиций в общем объеме инвестиций в 2017 г. и в первой половине 2018 г. держится на уровне примерно 10% (рис. 5.13). В предыдущие три года, доля была выше более чем в 1,5 раза. PE инвестиции занимают практически весь основной объем инвестиций фондами. По количеству инвестиций преоблашают VC инвестиции. За первую половину 2018 г. произошел рост на 2 п.п. относительно доли VC инвестиций 2017 г. (рис. 5.14).

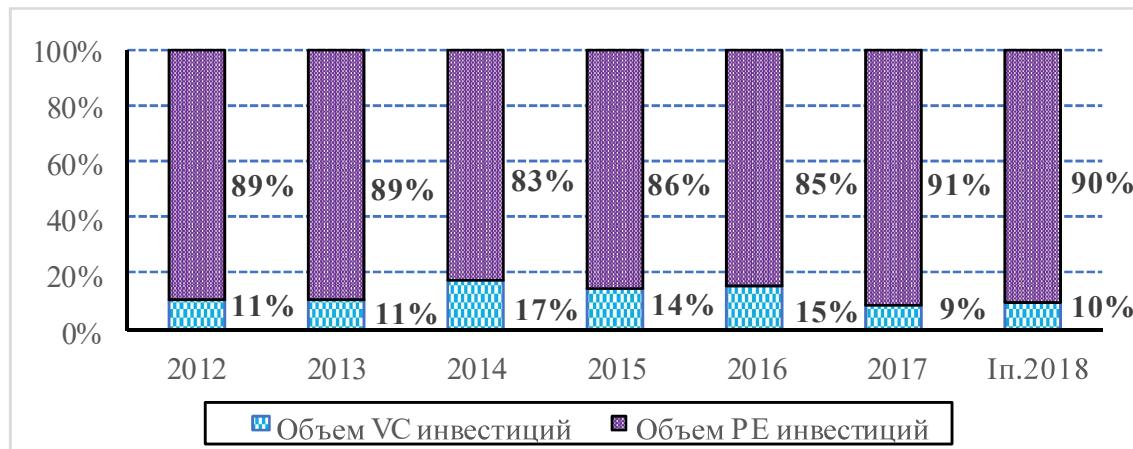


Рис. 5.13. Соотношение объемов PE и VC инвестиций (2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

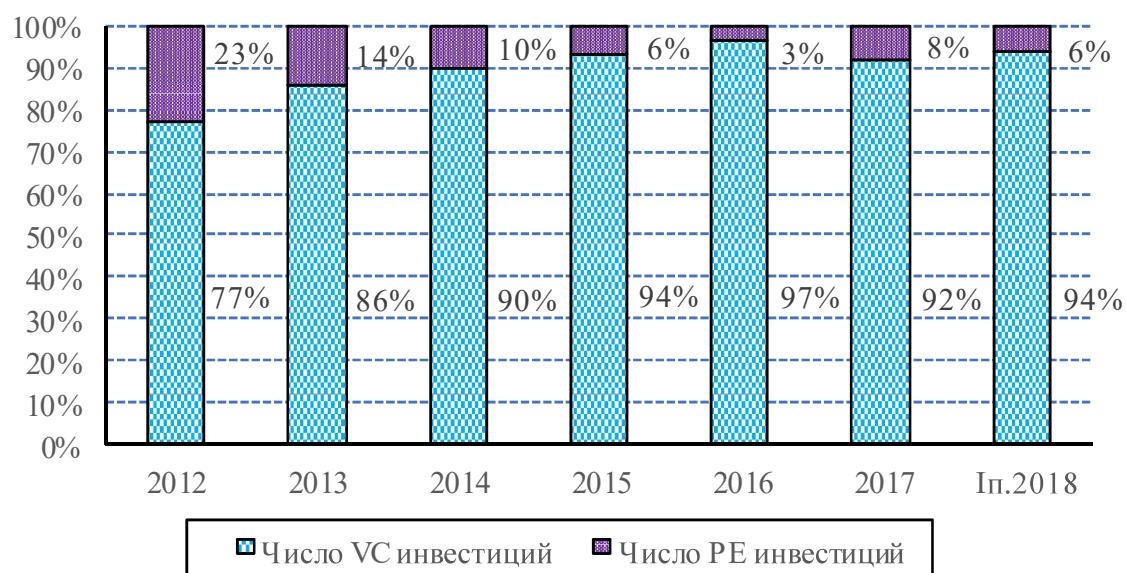
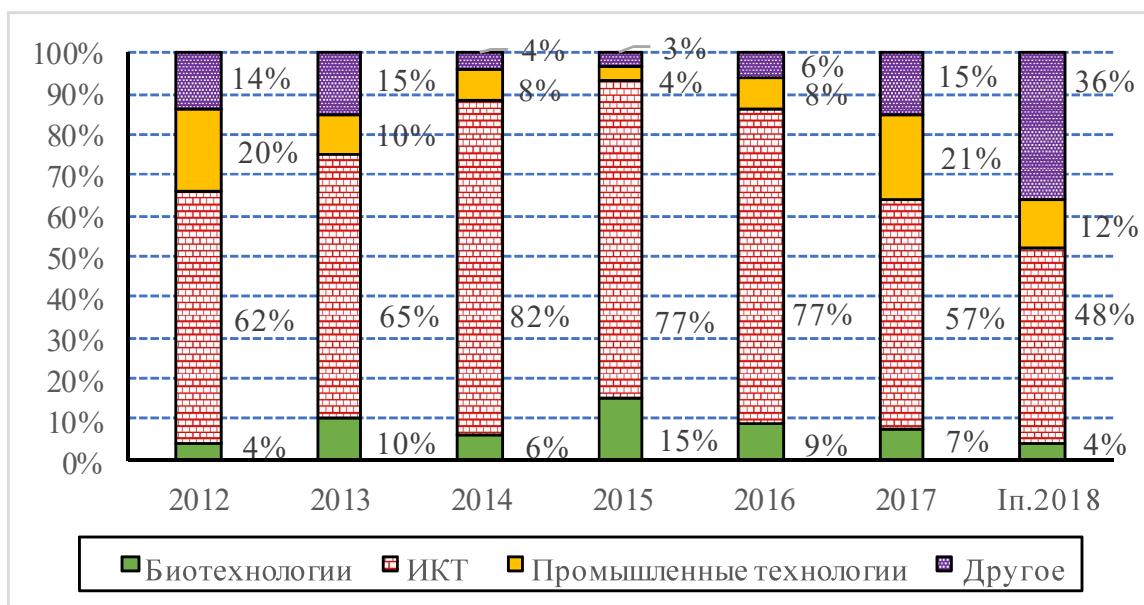


Рис. 5.14. Соотношение числа PE и VC инвестиций (2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

Как видно из рис. 5.15, лидером направления VC инвестиций является сектор информационно-коммуникационных технологий (ИКТ), но его доля последние три года падает. На первое полугодие 2018 г. доля инвестиций в ИКТ составила 48%. Доля инвестиций в промышленные технологии в 2017 г. превышает долю 2016 г. более чем в 2,5 раза. В I-м полугодии 2018 г. общая доля сектора биотехнологий и промышленных технологий составила 16% от общего объема VC инвестиций. Поддержка секторов, не связанных с ИКТ, определялась в первую очередь инвестиционной активностью фондов с участием государственного капитала. Доля таких фондов в поддержке отраслей, связанных с промышленными и биотехнологиями, составила 82% [Обзор, 2018, с. 18].

Уделим особое внимание анализу VC инвестиций в компанию на венчурных стадиях (посевная, начальная, ранняя и в некоторых случаях расширение).



*Рис. 5.15. Распределение объема VC инвестиций по секторам
(2012 г. – I полугодие 2018 г.)*

Источник: [Обзор, 2018].

С 2015 г. большая доля VC инвестиций начала приходить на стадию расширения: 52% – в 2017 г., 70% – в первой половине 2018 г. До 2015 г. наибольший объем инвестиций приходился на раннюю стадию (рис. 5.16). В первой половине 2018 г. доля VC инвестиций на ранней стадии составлял 11%, доля упала почти в 3 раза с 2017 г.

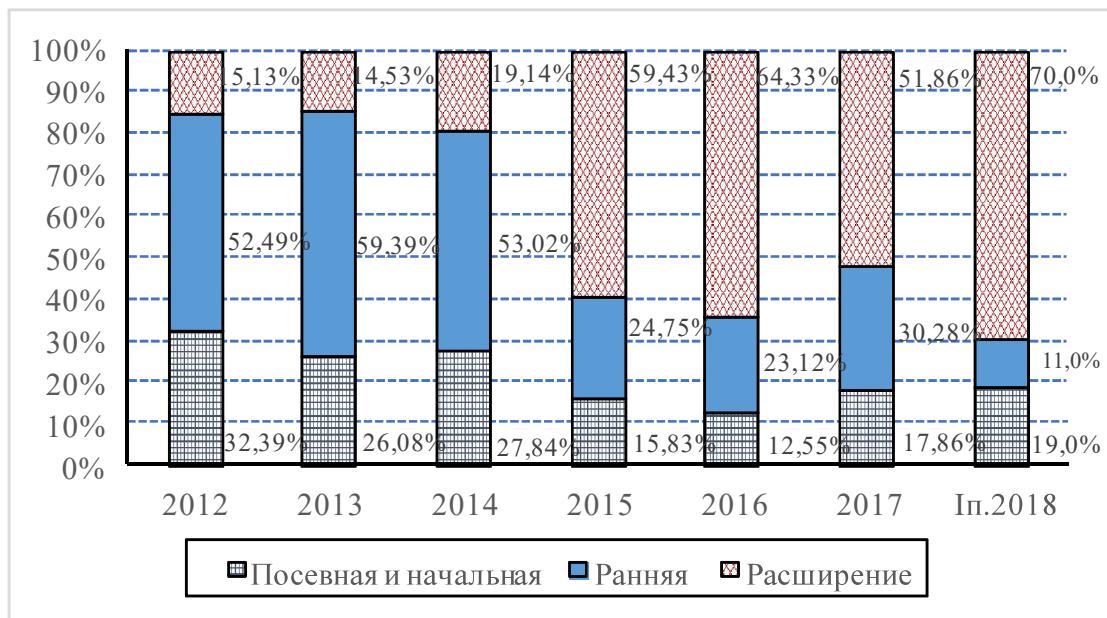


Рис. 5.16. Распределение объема VC инвестиций по стадиям
(2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

Наибольшая доля VC инвестиций приходится на Центральный федеральный округ – 81% в первой половине 2018 г., 71% – в 2017 г. На втором месте находится Северо-Западный ФО: 14% VC инвестиций в первом полугодии 2018 г., 5% – в 2017 г. (рис. 5.17).

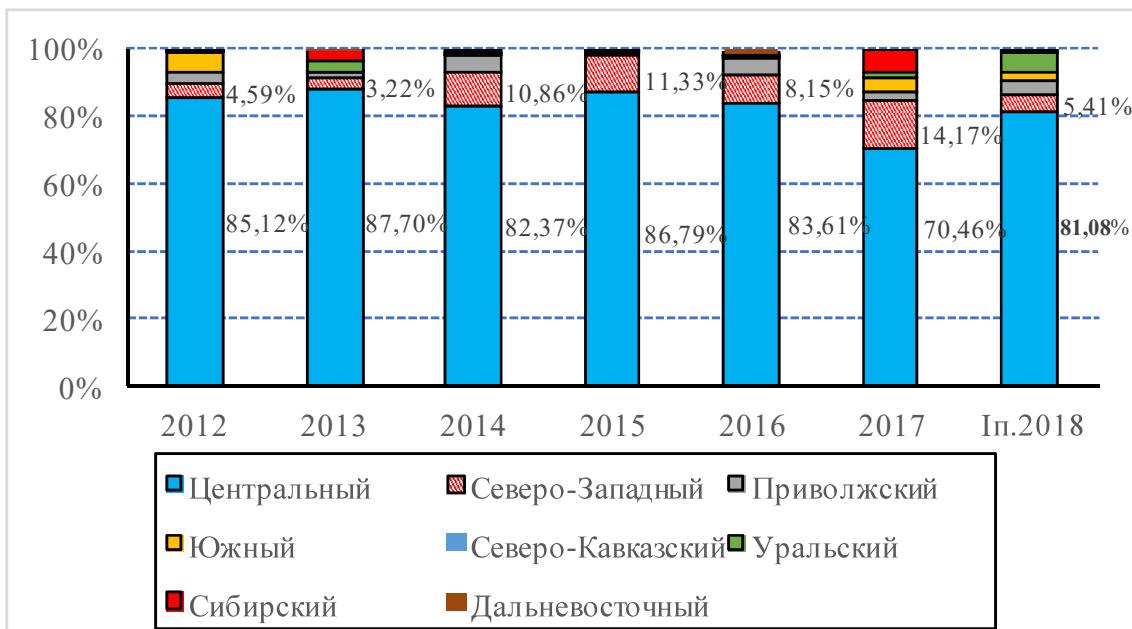


Рис. 5.17. Распределение объемов VC инвестиций по ФО
(2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

По-прежнему ключевой тренд в сфере инвестиционной активности на рынке PE и VC – это высокая активность игроков, которые были созданы при участии или по инициативе государства. Так, 55% от общего числа инвестиций составили инвестиции Фонда Развития Интернет-Инициатив (ФРИИ), который хотя формально сформирован из внебюджетных источников, тем не менее, был инициирован при участии государства. Несмотря на то, что объем части инвестиций Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ) не раскрывается, можно прогнозировать, что по итогам 2018 г. он станет крупнейшим инвестором в сегменте PE, как и в предшествующем году [Обзор, 2018, с. 18].

Число «выходов» с участием PE и VC фондов представлено на рис. 5.18.



Рис. 5.18. Число «выходов» с участием PE и VC фондов (2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

Сектор-лидер по числу «выходов» – это сектор ИКТ (50–70% всех «выходов» приходится именно на него, как видно на рис. 5.19), но в первой половине 2018 г. «выходов» VC фондов из данного сектора зафиксировано не было. 75% «выходов» было осуществлено в секторе биотехнологий.

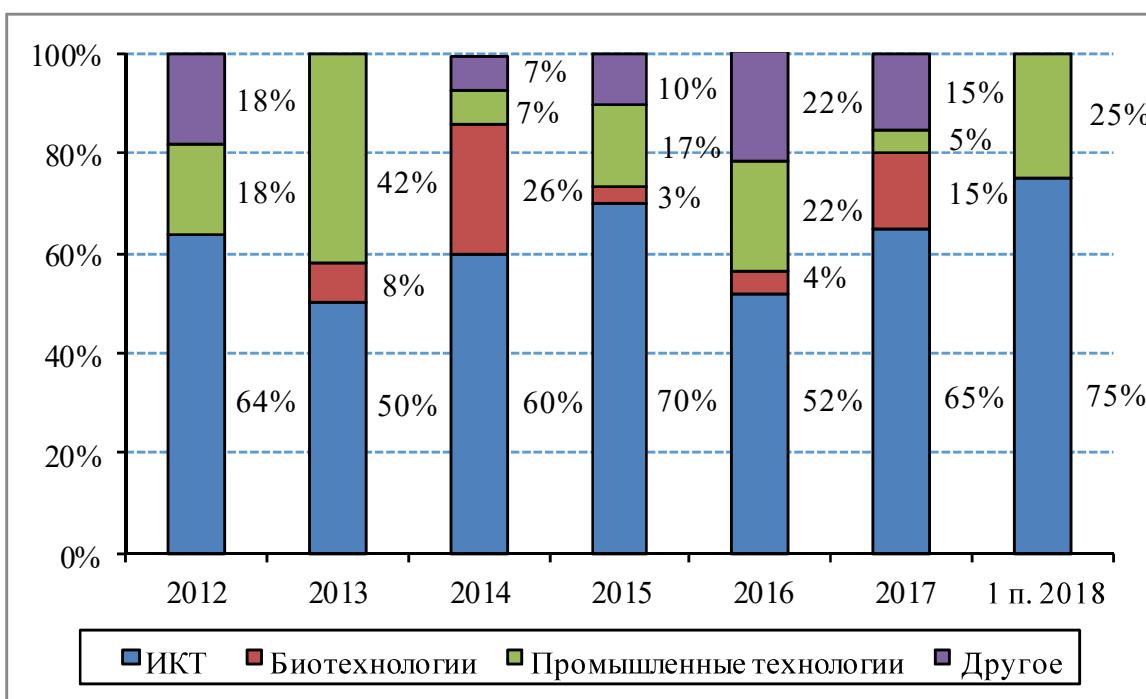


Рис. 5.19. Распределение числа «выходов» с участием VC фондов по секторам (2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

Самым популярным способом «выхода» в период с 2013 по 2017 год является продажа стратегическому инвестору (рис. 5.20).

Таким образом, проанализировав представленные Российской ассоциацией прямого и венчурного инвестирования статистические данные, можно выделить следующие основные особенности российского рынка венчурного инвестирования:

1. РЕ фонды в течение рассматриваемого периода стабильно занимают большую долю по объему инвестирования, чем VC фонды. Иными словами, преобладает инвестирование в компании на поздних стадиях (расширение, реструктуризация), а инновационные компании на более ранних, так называемых «венчурных стадиях» (посевная, начальная, ранняя), остаются недофинансированными.

2. Среди фондов, занимающихся инвестированием в компании на венчурных стадиях (посевная, начальная, ранняя и в некоторых случаях расширение), т.е. VC фондов, наибольшую долю занимают частные фонды. Однако государство также является активным игроком венчурного рынка: на его долю приходится 26% от общего числа действующих фондов по состоянию на первое полугодие 2018 г.



Рис. 5.20. Распределение числа «выходов» с участием VC фондов по способам «выхода» (2012 г. – I полугодие 2018 г.)

Источник: [Обзор..., 2018].

3. Наибольший объем инвестиций венчурного капитала осуществляется в сектор информационно-коммуникационных технологий, т.е. в IT-компании.

4. Венчурное инвестирование в так называемые «реальные отрасли» (в терминологии РАВИ), осуществляющие производство материальной и нематериальной продукции, занимает наименьшую долю в отраслевых предпочтениях VC и PE фондов. Иными словами, инновационные проекты в данных отраслях национальной экономики остаются недофинансированными.

5. Доминирующим источником венчурных инвестиций для «не IT»-компаний выступают VC фонды с участием государственного капитала: наибольшая доля этих фондов сфокусирована на венчурных инвестициях в реальные отрасли или имеют смешанные отраслевые предпочтения. При этом в сегменте частных фондов лидер отраслевых предпочтений – это сектор информационно-коммуникационных технологий.

6. Большинство венчурных инвестиций направлено в Центральный федеральный округ, остальные регионы не принимают активного участия в формировании национальной венчурной среды.

7. Для российского рынка характерно мизерное количество прибыльных «выходов» через IPO. Большая часть «выходов» осуществляется при помощи продажи своей доли компании стратегическому инвестору. Этот метод содержит в себе значительный недостаток. Чаще всего стратегическим инвестором выступает зарубежная компания, планы которой не всегда совпадают с планами прежних собственников.

Проблемы и перспективы развития венчурного бизнеса в России

Российская венчурная индустрия достаточно молодая и сейчас находится на стадии становления. На данном этапе можно говорить о неразвитости институтов венчурного бизнеса и отсутствии четкого, отлаженного механизма взаимодействия между инвесторами, разработчиками и контролирующими органами. В связи с этим возникает множество нерешенных вопросов, которые тормозят развитие венчурного финансирования в нашей стране.

На данный момент можно разделить проблемы развития венчурной индустрии в России на внешние – касающиеся внешнеполитической обстановки, и внутренние – те, что сейчас необходимо решить в рамках только Российской Федерации (рис. 5.21).

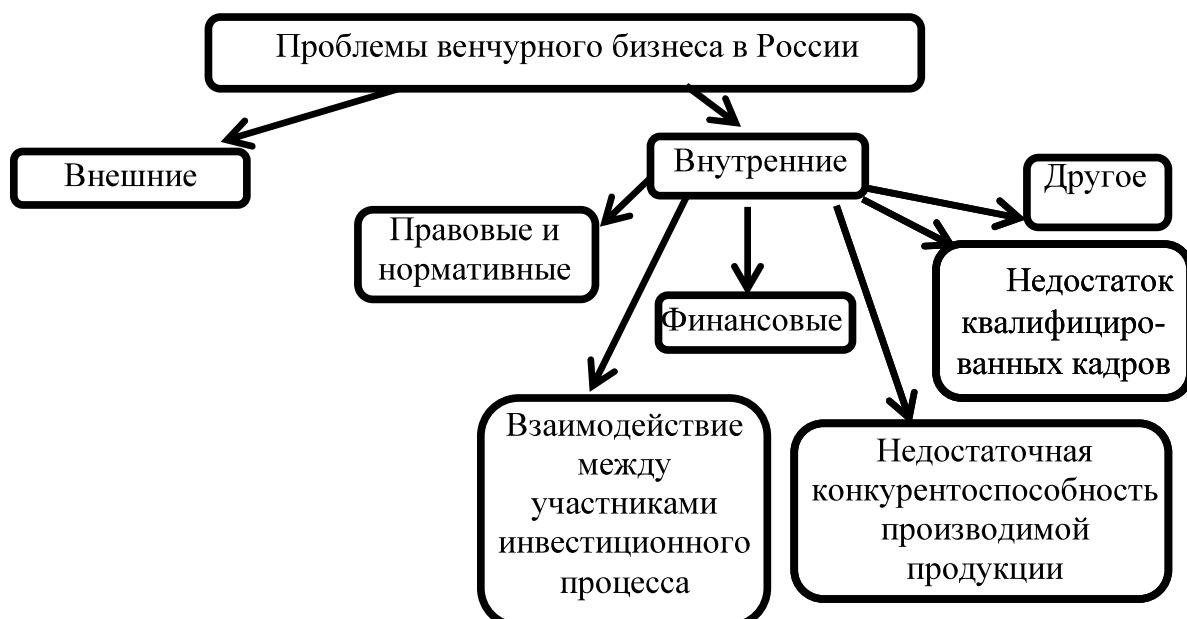


Рис. 5.21. Проблемы развития венчурной индустрии в России

Источник: [Баранов и др., 2018, с. 77].

Начнем анализ с *внешних проблем* развития венчурной индустрии в России.

Сюда можно отнести напряженную геополитическую ситуацию в мире. В связи с санкциями из нашей страны начал утекать капитал. Основные инвесторы, которые вкладывали средства в российские проекты и фонды, были из США и Европы. Некоторые из них предпочли снизить активность и подождать, пока стабилизуется ситуация, другая часть ушла с нашего рынка, переведя свой капитал в другие развивающиеся азиатские страны, США или Израиль. Пока ситуация не стабилизируется, будет достаточно сложно вернуть инвесторов назад или привлечь новых.

К тому же в стране наблюдается замедление экономического роста, нарастает неопределенность. Вследствие этого многие компании не могут реализовать свой потенциал, большое число проектов так и остаются незавершенными не только из-за недостатка финансирования, но и отсутствия уверенности в завтрашнем дне.

К доверию всего упал курс национальной валюты, вследствие чего портфели многих венчурных фондов обесценились примерно в два раза. Несмотря на то что большинство фондов привлекает средства в долларах, финансовые показатели многих портфельных российских компаний рублевые. Капитализация проинвестированных компаний, ориентированных на российский рынок, зависит от таких показателей, как выручка и прибыль, которые как раз исчисляются в рублях. Это и приводит к обесценению портфелей венчурных инвесторов.

Перейдем к анализу *внутренних проблем* развития венчурной индустрии в России.

Их можно разделить на несколько групп:

1. Проблемы, связанные с правом, отсутствием полноценной нормативно-правовой базы [Дикуль, 2011, с. 9].

Законодательная база – весьма важный элемент для венчурного бизнеса, поскольку именно она призвана регулировать такие вопросы, как авторские и иные права, закрепление интеллектуальной собственности, порядок составления договоров. В российском законодательстве эти статьи до конца не проработаны, вследствие чего возникают сложности при регистрации инновации, закреплении прав на нее, внедрении на рынок и т.д. В результате обостряется проблема недоверия между инвесторами и государством. Многие стремятся зарегистрировать компании за

рубежом, а в России оформить представительство, поскольку зарубежное законодательство более совершенно и позволяет многие спорные моменты урегулировать в разы легче, чем в России. К тому же наше налоговое законодательство никак не стимулирует развитие венчурной индустрии: иностранные фонды, выдающие гранты и предоставляющие «мягкие» кредиты, вынуждены платить необоснованно высокие налоги.

Хочется выделить еще некоторые правовые моменты, которые препятствуют развитию венчурной индустрии в России. Во-первых, многие отмечают, что процесс регистрации венчурного фонда в России является крайне сложной и запутанной процедурой. Во-вторых, в 2012 г. в нашей стране компании стали переходить на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), и пока еще не все освоили это новшество. Это несколько осложняет процесс взаимодействия венчурных фондов с предприятиями-новаторами и государственными органами. Для работы по международным стандартам необходимо создать информационную и техническую базы, а также найти специалистов, которые будут способны работать с этими базами, либо провести переподготовку имеющихся. К тому же для работы с МСФО разрабатываются специальные процедуры внутреннего контроля.

2. Проблемы взаимодействия между участниками инвестиционного процесса.

Многие венчурные фонды и предприятия, в которые они инвестируют денежные средства, сталкиваются с такой проблемой, как сложность взаимодействия с контролирующими органами. На данный момент существует большое число ведомств, которые осуществляют контроль деятельности инновационных предприятий. В настоящее время данная система действует неэффективно. Инновационные предприятия не защищены от необоснованных проверок различных ведомств.

На сегодняшний день в России практически отсутствует культура взаимодействия автора идеи с инвестором [Воронов, 2016, с. 31]. Нет четких правил, регламентирующих принадлежность прав на интеллектуальную собственность, созданных на государственных предприятиях. Как правило, в таких случаях судьба этого изобретения заканчивается либо развитием разработки в частном секторе, либо замораживанием проекта в государственных патентных органах, поскольку у изобретателя отсутствует стимул продолжать проект. К тому же зачастую разра-

ботчики не всегда могут верно оценить, сколько необходимо средств на реализацию и продвижение инновации на рынке. В результате запрашивается либо огромная сумма, либо, наоборот, слишком маленькая. Отсюда вытекает следующая группа проблем венчурного бизнеса в России.

3. Недостаток квалифицированных кадров.

Важным моментом является недостаток квалифицированных кадров, которые могли бы эффективно управлять полученными средствами и развивать инновационный бизнес [Мезенин и др, 2015, с. 63]. Основные ошибки были совершены еще во время зарождения венчурной индустрии в России. Как и многое в нашей стране, стартапы появились благодаря желанию не отставать от прогрессивного Запада. Многие проекты даже не были до конца продуманы. Зачастую такими разработками занимались люди, которые не имели никакого опыта ни в бизнесе, ни в составлении бизнес-планов. В итоге многие стартапы, получившие финансирование в это время, оказались «мыльными» пузырями, которые принесли существенные убытки своим инвесторам. В результате венчурные фонды и бизнес-ангелы вынуждены были ужесточить требования отбора проектов, и, как следствие, отказались вкладывать в разработки на начальных стадиях. Такая тенденция наблюдается и на сегодняшний день. В итоге многие перспективные проекты не воплотились в жизнь из-за недостатка средств уже на начальном этапе развития.

Говоря об этой проблеме, можно смело отметить, что квалифицированных кадров не хватает не только в венчурной индустрии, но и в области маркетинга. Данная проблема состоит в том, может ли инновация превратиться в продукт, который будет актуален для потребителей. Необходимо уметь точно оценивать не только рыночные перспективы продукта, который может появиться благодаря этой технологии, но и перспективы самой технологии. На такое способна не каждая консалтинговая компания.

4. Финансовые проблемы.

Одной из главных проблем венчурного бизнеса является недостаточная финансовая поддержка как со стороны государства, так и со стороны частных инвесторов. Кроме того, зачастую государственные средства распределяются неэффективно. К тому же наблюдаются сложности со стимулированием частных инвесторов, а также с привлечением кредитов на малые суммы.

Сюда же отнесем такие проблемы, как низкая капитализация рынка и малое количество прибыльных «выходов» через IPO. На российском рынке нет еще ни одной управляющей компании, которая заняла бы большую долю на рынке. Все это объясняется не зрелостью российского рынка. Для российского рынка характерно малое количество прибыльных «выходов» через IPO. Большая часть «выходов» была осуществлена путем продажи своей доли компании стратегическому инвестору. Этот метод содержит в себе значительный недостаток. Чаще всего стратегическим инвестором является зарубежная компания, планы которой не всегда совпадают с планами прежних собственников. В результате возникают конфликты.

5. Недостаточная конкурентоспособность производимой продукции.

Одной из главных проблем венчурной индустрии является невостребованность разработок на рынке. Виной тому так называемая «изоляция» России [Дикуль, 2011, с. 12]. В то время как зарубежные компании шагнули далеко вперед в области ИТ-технологий, медицинского оборудования, машиностроения и пр., российские компании все еще топчутся на одном месте. Наши предприятия не конкурируют на международном рынке, и это не приводит к желанию постоянно искать способы повышения эффективности своей работы и создавать новые продукты. К тому же, существует такая проблема, как диспропорции в промышленности. Станки и оборудование на предприятиях сильно устарели, особенно это касается таких отраслей, как легкая и обрабатывающая промышленность, автомобилестроение, некоторые предприятия ВПК [Черненко, 2015, с. 203]. Кардинальное качественное изменение в отраслях требует значительных вложений со стороны государства и частных инвесторов. «Точечное» внедрение инноваций не позволяет окупить затраты бизнеса и увеличить его эффективность [Дикуль, 2011, с. 12].

6. Другое.

В этой группе собраны все остальные проблемы, которые не вошли ни в одну из перечисленных выше групп, но также оказывающие негативное влияние на развитие венчурного бизнеса. Отметим две из них. Во-первых, это особенности русского менталитета: так сложилось, что мы не умеем ждать, нам хочется «всего и сразу». Такая тенденция наблюдается и в венчурной индустрии – стремление инвесторов к быстрой прибыли. Желание

получить « побольше и побыстрее » идет вразрез с принципами венчурного инвестирования. Для решения данного вопроса необходимо развивать культуру ведения венчурного бизнеса. Во-вторых, недостаточно развита информационная поддержка венчурной индустрии. Эта проблема связана с трудностями поиска инвестора и технологий [Дикуль, 2011, с. 13]. Необходимо создание единой базы, в которой инвестор мог бы ознакомиться с перспективными разработками и проектами, выбрать самый перспективный, на его взгляд, и связаться с разработчиками. К тому же в этой базе могут храниться «образцовые» проекты, на которые стоит равняться и, возможно, использовать подобные стратегии выхода инновации на рынок.

Итак, был выявлен целый ряд факторов, сдерживающих развитие венчурного предпринимательства в России. Все эти проблемы требуют незамедлительного решения, поскольку в противном случае развитие венчурной индустрии рискует затянуться на долгие годы. Основная роль в решении проблем венчурного бизнеса принадлежит государству. Как было сказано выше, существует большое число недоработок в разных областях, при этом большинство венчурных фондов потеряли интерес к российским разработкам. Поэтому на данном этапе именно государство должно стимулировать инвесторов начать вкладывать средства в отечественное производство. Существует множество способов сделать это.

Ниже приведены наиболее эффективные, на наш взгляд, способы решения имеющихся проблем и ожидаемый эффект в результате их устранения (табл. 5.3).

К перечню рекомендаций можно также добавить следующие меры:

- формирование организационно-управленческих условий венчурной индустрии посредством совершенствования управления государственной собственностью;
- повышение эффективности управления государственными пакетами акций;
- обеспечение технологической безопасности;
- защита национальных интересов, с подготовкой и переподготовкой управленческих кадров, в том числе государственных служащих.

Таблица 5.3

Проблемы венчурного бизнеса в России и возможные пути их решения

Причины появления проблем	Возможные решения и рекомендации	Эффект от осуществления рекомендации
<i>Внешние проблемы</i>		
Введение санкций; падение курса национальной валюты; замедление экономического роста	Снижение налоговой ставки для иностранных инвесторов; принятие мер по укреплению курса национальной валюты	Приток иностранных инвесторов; рост рыночной стоимости российских компаний
<i>Внутренние проблемы</i>		
<i>1. Правовые и нормативные</i>		
Отсутствие полноценной нормативно-правовой базы, регулирующей деятельность венчурных фондов; переход на международную систему финансовой отчетности; сложная и запутанная система регистрации венчурных фондов	Доработка нормативно-правовой базы; упрощение процедуры регистрации венчурных фондов; урегулирование вопроса о бухгалтерском учете, а также организация специальных курсов, которые помогут предпринимателям правильно составлять бухгалтерский баланс, а также разобраться с МСФО	Повышение числа зарегистрированных венчурных фондов в России; снижение числа конфликтных ситуаций при проверке бухгалтерской отчетности; снижение числа обращений в суды с вопросами об урегулировании прав на интеллектуальную собственность
<i>2. Проблемы взаимодействия между участниками инвестиционного процесса</i>		
Наличие большого числа проверяющих органов; отсутствие правил, регламентирующих права на собственность, созданную на государственных предприятиях	Разработка соответствующего законодательства; упразднение некоторых проверяющих органов, а также сокращение числа проверок	Урегулирование всех вопросов с законодательством; сокращение числа брошенных и «замороженных» проектов
<i>3. Недостаток квалифицированных кадров</i>		
Отсутствие опыта в венчурном бизнесе	Разработка и проведение специальных курсов для студентов и предпринимателей; приглашение научных сотрудников и специалистов из-за рубежа для проведения семинаров	Рост числа квалифицированных кадров, способных объективно оценить предлагаемые инновационные проекты; повышение скорости продвижения разработки на рынок

Продолжение табл. 5.3

4. Финансовые проблемы		
Недостаточная финансовая поддержка со стороны государства; неэффективное распределение выделяемых средств; малое количество прибыльных «выходов» через IPO	Разработка программ по поддержке венчурного финансирования; введение налоговых льгот для венчурных фондов; обеспечение разработчиков грантами; снижение ставки по малым кредитам; развитие национального фондового рынка	Существенный приток средств для венчурного финансирования; стимулирование роста числа инновационных разработок; стимулирование венчурных фондов работать с отечественными разработчиками
5. Недостаточная конкурентоспособность производимой продукции		
«Изоляция» России; диспропорция в промышленности	Обеспечение выхода на мировые рынки; создание системы гос. заказов; стимулирование конкуренции на рынке; кардинальное качественное обновление оборудования во всех отраслях	Рост конкурентоспособности отечественных товаров; повышение эффективности производства; увеличение числа инновационных проектов
6. Другие		
Отсутствие информационной поддержки; желание максимально быстро получить прибыль	Создание информационной базы	Ускорение процесса поиска перспективного инновационного проекта; появление возможности просмотра «образцовых проектов»

Источник: составлено на основе [Дикуль, 2011; Березина, 2014; Мезенин и др., 2015; Данильченко, 2016; Кравцов и др., 2015; Маслов, 2011; Низамова, 2014; Кривошай, Пенчукова, 2014; Баанов и др., 2018, с. 81].

Выявление проблем, осознание их сущности и поиск путей решения, несомненно, является важным моментом на этапе становления венчурной индустрии. Все эти параметры задают направление будущего развития бизнеса. Конечно, темпы развития инновационной деятельности в России сейчас невелики и не позволяют занять лидирующие позиции на мировом рынке, но правильная политика со стороны государства способна изменить эту тенденцию. Решение выявленных проблем позволило бы венчурной индустрии России выйти на качественно новый уровень развития. Урегулированные вопросы с законодательством, высококвалифицированные специалисты, а также высокотехнологичные

разработки способные не только принести большую прибыль бюджету, но и повысить общее благосостояние в стране. Инвестируя в разработки для здравоохранения, сельского хозяйства, промышленности, государство так или иначе увеличивает продолжительность жизни населения (инвестируя в медицинское оборудование, например), сокращает затраты на производство (новые технологии – более эффективные, к тому же меньше средств будет тратиться на ремонт); уменьшается зависимость от иностранных государств.

На данном этапе наблюдается неравномерное распределение инвестиций – основные средства находятся в наиболее прибыльных отраслях, таких как информационно-коммуникационные технологии (ИКТ). Государство, таким образом, должно создать баланс среди всех отраслей, и сосредоточить основные инвестиции в так называемых «реальных отраслях», о которых говорилось выше: здравоохранение, промышленность, сельское хозяйство и др.

Также необходимо отойти от навязчивой идеи наращивания объемов рынка, прежде всего нужно сосредоточиться на создании открытого рынка венчурных инвестиций. К тому же нельзя забывать о конкуренции. Именно наличие конкуренции стимулирует внутренний спрос на инновации, а это в свою очередь влияет на динамику развития венчурного бизнеса [Баранов и др., 2018, с. 82].

Юридические формы организации венчурного бизнеса в России

Товарищество. В 1990–2000-х годах неоднократно предпринимались попытки использования договорных объединений для организации венчурных фондов в России. На первый взгляд, ближе всего к форме limited partnership (ограниченное партнерство – наиболее распространенная форма организации венчурного фонда в США) в российском праве находится организационно-правовая форма товарищества на вере, предполагающая ограничение ответственности товарищей-командитистов, возможность поэтапного увеличения капитала товарищества (аналог commitments). Однако товарищество на вере обладает рядом принципиальных недостатков и в связи с этим оказалось невостребованным для венчурного инвестирования [Янковский, 2017].

К недостаткам формы товарищества на вере, в частности, относится правило о возможности быть полным товарищем только

в одном товариществе согласно п. 3 ст. 61 Гражданского кодекса Российской Федерации, что ограничивает управляющие компании в праве создавать несколько фондов одновременно. Недостаточно урегулирован в законодательстве институт учредительного договора товарищества на вере (на практике неясны границы его содержания). Существует установленное законодательством право управляющего товарища выйти из состава товарищества в любой момент, что явно нарушит интересы инвесторов-вкладчиков венчурного фонда.

При этом основным недостатком товарищества на вере все же остается его налогообложение. В зарубежных юрисдикциях (в том числе в США и во Франции) товарищества не облагаются налогами на собственный доход, в отличие от хозяйственных обществ.

В России же хозяйственные товарищества (полное и коммандитное) относят к юридическим лицам – организациям, что, согласно Налоговому кодексу, делает их плательщиками налога на прибыль организаций наряду с обществами. Это непоследовательное и нерациональное регулирование делает хозяйственные товарищества неполноценными участниками предпринимательской деятельности, поскольку их участники наделяются дополнительным объемом обязанностей (в первую очередь неограниченной ответственностью) при том же объеме прав по сравнению с участниками хозяйственных обществ [Жужжалов, 2011]. В результате форма товарищества в России крайне непопулярна. По состоянию на 3 июля 2017 г. около 70% товариществ числятся в реестре юридических лиц как прекратившие свою деятельность [Янковский, 2017].

В России существует и «прозрачная» для налогообложения форма простого товарищества (договора о совместной деятельности), урегулированная 55 главой Гражданского кодекса РФ. Такое товарищество может создаваться для предпринимательской деятельности, в том числе для целей совместной инвестиционной деятельности; в этом случае его участниками могут стать только предприниматели (индивидуальные предприниматели и юридические лица), и они несут полную солидарную ответственность по обязательствам товарищества. Имущество товарищей (вклады в общее дело) является общей долевой собственностью. Ведение общих дел (заключение сделок от имени всех товарищей) может осуществляться каждым товарищем, отдельными (управляющими) товарищами или всеми товарищами совместно.

В целом договор простого товарищества достаточно гибок и позволяет урегулировать такие вопросы, как внесение средств в фонд по запросу (*commitments*) и договорный порядок распределения прибыли между участниками. Однако у этой формы предпринимательской деятельности также существуют недостатки, делающие ее неприменимой для венчурного инвестирования:

1. Неограниченная солидарная ответственность всех участников договора. Это означает, что кредитор товарищества может требовать от любого из его участников возврата долга как частично, так и полностью;

2. Неограниченное право выхода товарищей из договора. Это право ограничивается лишь «уважительными обстоятельствами», которые, по сути, могут быть любыми, и возмещением реального ущерба (а не убытков, которые возникнут у инвестиционного фонда при выходе инвестора);

3. Сторонами договора простого товарищества, заключенного для целей предпринимательства, могут быть лишь предприниматели или коммерческие юридические лица. Это делает невозможным прямое участие в товариществе институциональных и государственных инвесторов;

4. Непубличность договора простого товарищества, которая может повлечь нарушение прав инвесторов товарищества и третьих лиц [Янковский, 2017].

Инвестиционное товарищество. Впоследствии в 2010 г. Президентом было дано поручение разработать законопроект, регламентирующий «способы организации коллективных инвестиций без образования юридического лица». Во исполнение данного поручения Министерством экономического развития был разработан отдельный законопроект, в 2011 г. принятый Федеральным Собранием.

Инвестиционное товарищество – это корпоративное объединение, являющееся видом договора простого товарищества. Предмет договора – совместная инвестиционная деятельность; договор не регистрируется в органах государственной власти и не отражается в публичных реестрах, но, чтобы ограничить ответственность отдельных участников, законодатель предусмотрел обязательное депонирование договора у нотариуса.

Сторонами договора инвестиционного товарищества являются товарищи-вкладчики и управляющие товарищи. Это юридические лица либо «иностранные организации, не являющиеся юри-

дическими лицами» [Об инвестиционном..., 2011; Особенности правового регулирования, 2017]. Всего в товариществе могут участвовать не менее двух и не более 50 товарищей. Товарищевкладчики, т.е. инвесторы, отвечают в размере своих вкладов, однако не могут управлять товариществом и принимать инвестиционные решения. Управляющий товарищ или товарищи (управляющая компания) занимается инвестированием в интересах товарищества – по терминологии закона, «ведением общих дел».

Капитал товарищества формируется из вкладов «в общее дело». Поскольку товарищество не является юридическим лицом, его имущество не может храниться на собственном счету; вклады хранит уполномоченный управляющий товарищ, который также ведет учет имущества, регистрирует на себя банковские счета и пр. Отношения между товарищами и товариществом являются сугубо обязательственными, а само товарищество не наделено правосубъектностью, действуя в обороте через уполномоченного управляющего [Моисеенко, Родионова, 2015]. После прекращения договора управляющий составляет заключительный баланс, т.е. заключение о прибылях и убытках товарищества.

Договор инвестиционного товарищества заключается на определенный срок (по умолчанию он составляет 15 лет) либо до наступления отменительного условия. Изменение условий договора инвестиционного товарищества допускается по общему соглашению сторон (иными словами, единогласно) или, если такое соглашение не достигнуто, по решению суда. Исключение существует лишь для технического обновления договора уполномоченным управляющим товарищем (например в случае выхода одного из товарищей) [Об инвестиционном..., 2011].

Закрытые паевые инвестиционные фонды. Венчурные фонды могут создаваться в форме закрытых паевых инвестиционных фондов.

Понятие паевого инвестиционного фонда раскрыто в Федеральном законе от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» [Собрание..., 2001], в котором под паевым инвестиционным фондом понимается обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем или 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.

Российская модель паевого инвестиционного фонда (ПИФ) основывается на договоре доверительного управления, в соответствии с которым собственник имущества (также именуемый учредителем управления, инвестором, пайщиком) передает его управляющей компании (доверительному управляющему), которая совершает сделки в его интересах. Особенностью их взаимоотношений является то, что право собственности на переданное имущество не переходит к доверительному управляющему, так как законодательством установлен режим общей долевой собственности.

ПИФ – это не корпоративное образование, а обособленный имущественный комплекс, который в зависимости от категории фонда может формироваться из различных видов имущества. Права пайщика в отношении имущества и обязательные права в отношении управляющей компании удостоверяются ценной бумагой – инвестиционным паем, который выпускается и обращается без ограничений, предусмотренных для классических эмиссионных ценных бумаг.

Управляющие компании (УК) и их ПИФы являются инструментом предложения физическим и юридическим лицам услуг по управлению их денежными средствами. ПИФы обычно предназначаются для работы с широким кругом лиц, инвестирующих денежные средства. УК может инвестировать вложенные в ПИФы денежные средства в соответствии со своей инвестиционной декларацией без предоставления индивидуальных подробных отчетов об инвестировании для каждого инвестора и без детального согласования финансовых инструментов с каждым из инвесторов.

Необходимо отметить, что учредители УК и сама УК не несут рисков, связанных с инвестициями денежных средств, вложенных в ПИФы; риски изменения стоимости инвестиционных паев ПИФов, которые приобретают инвесторы, несут только сами инвесторы, вкладывающие деньги в ПИФы. УК вне зависимости от успешности деятельности ПИФов имеют свое вознаграждение.

Как такового заключения договора доверительного управления (далее – договор) между учредителями и управляющей компанией не происходит. Договор считается заключенным путем приобретения учредителями инвестиционных паев ПИФа, выдаваемых управляющей компанией, осуществляющей доверитель-

ное управление этим ПИФом. Заключая договор путем приобретения паев, учредители автоматически принимают правила доверительного управления.

Закрытый ПИФ имеет ряд особенностей и функций, во многом отличающихся, например, от *открытого и интервального* ПИФов.

Пайщики закрытого ПИФа в течение срока функционирования фонда не могут погасить свои паи и изъять имущество. Таким образом достигается определенная стабильность имущественного комплекса. Это является необходимым условием инвестирования в реальный сектор экономики, который требует как раз «длинных» вложений.

Система паевого участия внутри конструкции ПИФа во многом близка структуре корпоративных взаимосвязей акционерного общества. При этом статус пайщика несколько отличается от статуса акционера. Являясь, по сути, долевыми собственниками компаний, пайщики свои права реализуют не самостоятельно, а через управляющую компанию. За пайщиками закрытого фонда закрепляется право инвестиционного контроля за деятельностью управляющей компании по доверительному управлению активами ПИФа через общее собрание. К компетенции собрания относится принятие решений по следующим вопросам: утверждение наиболее важных изменений и дополнений в правила фонда, досрочное прекращение работы фонда, смена управляющей компании. Учредители закрытого ПИФа вправе изменять инвестиционную декларацию, а, следовательно, самостоятельно выбирать объекты инвестирования.

Среди ПИФов особое место занимают закрытые паевые инвестиционные фонды особо рисковых венчурных инвестиций (венчурный ЗПИФ). Особенность управления активами венчурных ЗПИФов напрямую связана с их составом и структурой, в соответствии с которыми размещаются финансовые ресурсы пайщиков, переданные в доверительное управление управляющей компании и составляющие имущество фонда.

В настоящее время состав и структура активов венчурных ЗПИФов определяются соответствующим нормативным актом Федеральной службы по финансовым рынкам – Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов от 8.02.2007 г. № 07-13/пз-н [Бюллетень..., 2007].

Требования к составу и структуре активов фонда нацеливают управляющие компании венчурных ЗПИФов на инвестирование средств пайщиков, прежде всего в хозяйственные непубличные общества, акции которых не обращаются ни у одного из организаторов торгов. Причем в зависимости от того, каков состав имущества фонда на момент его начального формирования, возможны различные временные стратегии управления его активами.

В российской практике функционирования венчурных ЗПИФов в целом сложилось два типа фондов: первый формируется преимущественно за счет денежных средств пайщиков, второй – в основном за счет неденежной части в виде конкретного актива (доля капитала) уже действующего предприятия. Для первого типа характерно постепенное наращение имущества фонда управляющей компанией «венчурными активами». Во втором типе ЗПИФов, управляющая компания (в среднем по фондам) на начальном этапе и последующих трех временных интервалах (1, 3, 6 лет) формирует имущество фонда преимущественно из активов конкретных предприятий.

Предложенные ФСФР временные интервалы управления активами венчурных ЗПИФов не случайны, а имеют свою внутреннюю логику, вытекающую из этапов венчурного финансирования инновационных проектов. Максимальный срок функционирования фонда (от даты завершения формирования до даты прекращения деятельности) составляет не более 15 лет. В среднем по России этот срок соответствует 5–6 годам. За это время управляющая компания в соответствии со своей инвестиционной стратегией должна подобрать такие инновационные предприятия потенциального роста, которые позволят ей пройти успешно все необходимые этапы его (предприятия) инвестиционного развития (от «start-up» до «выхода»).

Важнейшей методологической задачей управляющей компании венчурного ЗПИФа, связанной с управлением активами фонда, становится поиск и выбор оптимальных вариантов среди возможных объектов венчурного инвестирования. При этом управляющая компания должна руководствоваться пунктом 12.7 вышеизданного Положения ФСФР. Согласно данному пункту в состав активов венчурных ЗПИФов могут входить только акции и доли в уставных капиталах хозяйственных обществ, предоставивших управляющей компании этого фонда бизнес-план развития, содержащий соответствующие инвестиционной декларации указан-

ного фонда цели и объем финансирования хозяйственного общества за счет имущества, составляющего указанный фонд, а также описание рисков, связанных с таким финансированием.

Поскольку акции (доли) уставных капиталов предприятий должны входить в состав имущества венчурных ЗПИФов, действующее законодательство, в частности Положение Федеральной службы по финансовым рынкам «О порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию» от 15 июня 2006 г. № 05-21/пз-н [26], требует проведения его независимой оценки. Это связано с тем, что в состав имущества фонда входят ценные бумаги и доли капитала, не имеющие признаваемых котировок ни у одного из организаторов торгов, по которым отсутствует информация о рыночной стоимости.

Согласно пункту 22 данного Положения оценка такого имущества должна осуществляться независимым оценщиком при его приобретении в состав активов ПИФа или отчуждения из состава. Оценочная стоимость данного имущества признается равной итоговой величине стоимости этого имущества, содержащейся в отчете о его оценке, если с даты составления указанного отчета прошло не более 6 месяцев. При этом в штате УК не могут быть специалисты-оценщики или аттестованные специалисты, совмещающие свою деятельность с оценочной. Таким образом, УК вынуждена привлекать оценщиков, что, естественно, ведет к дополнительным затратам. Вопрос обоснованности таких затрат и необходимости проведения оценки активов венчурных фондов в том порядке, который нормативно урегулирован в настоящее время, стоит весьма остро, так как создает реальные препятствия для деятельности фондов.

Для венчурного бизнеса характерны особые методы оценки, опирающиеся не столько на текущую стоимость предприятия, сколько на ожидаемый доход предприятия в будущем, при выходе управляющей компании из проекта. Потому существующий порядок проведения оценки представляется весьма спорным, поскольку стоимость проинвестированных предприятий может не учитывать перспектив их развития в будущем. А поскольку перспективы развития проинвестиированной компании напрямую за-

висят от построения отношений между УК и этой компанией, иными словами – достаточно субъективных факторов, то нормативно закрепленная эксклюзивность независимого оценщика является весьма сомнительной. Такая ситуация с оценкой активов фонда может повлиять на субъективное уменьшение стоимости имущества ЗПИФа, что негативно отразится на стоимости пая при его погашении, возможной переуступке другим инвесторам или при закрытии фонда.

Помимо договора с оценщиком УК обязана заключить договоры и с другими инфраструктурными организациями – специализированным депозитарием, регистратором, аудитором, агентом (брокером).

Такой многосторонний перекрестный контроль тех организаций, которые отвечают за деятельность ПИФа, а также высокие требования к раскрытию информации, сложная система отчетности, сложная процедура регистрации и создания фонда, высокие лицензионные требования к УК с целью защиты прав инвесторов являются объективно необходимыми и объяснимыми для деятельности инвестиционных фондов иных категорий, но не учитывают особенности деятельности венчурных фондов, осуществляющих вложения в особо рискованные проекты.

С целью развития рынка венчурных инвестиций в Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» [Собрание..., 2001] и ряд других нормативных актов в 2008 г. внесены изменения. Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [Собрание..., 1996] введен институт квалифицированного инвестора, установлены условия, порядок и последствия отнесения физических и юридических лиц к квалифицированным инвесторам. Так, брокеры, дилеры, управляющие, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, управляющие компании, страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, Банк России, Агентство по страхованию вкладов, международные финансовые организации являются квалифицированными инвесторами в силу закона. При этом федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе устанавливать критерии, при соблюдении которых другие физические лица, а также юридические лица могут быть признаны профессиональными участниками рынка ценных бумаг в качестве квалифицированных инвесторов.

С введением института квалифицированного инвестора расширяются возможности инвестирования активов акционерных и закрытых паевых инвестиционных фондов, акции (инвестиционные паи) которых предназначены для квалифицированных инвесторов. В частности, увеличивается срок формирования таких фондов с 3 до 6 месяцев, расширяются возможности по совершению «коротких продаж», получению займов и кредитов и предоставлению займов, приобретению объектов инвестирования у аффилированных лиц управляющей компании, а также ценных бумаг, выпущенных аффилированными лицами управляющей компании. Кроме того, существенно смягчаются требования по опубликованию информации, связанной с управлением (доверительным управлением) акционерным или паевым инвестиционным фондом, акции (инвестиционные паи) которого предназначены для квалифицированных инвесторов.

Лица, отнесенные к числу квалифицированных инвесторов, могут приобретать ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, и (или) оказывать услуги, которые могут быть оказаны только квалифицированным инвесторам (например маржинальная торговля с существенной долей заемных средств).

Однако лица, являющиеся квалифицированными инвесторами, являются таковыми только в отношении ценных бумаг (услуг), которые могут им принадлежать (могут быть им оказаны) в соответствии с законами и иными правовыми актами, на основании которых указанные лица осуществляют свою деятельность. Если федеральный закон или иной акт, регулирующий деятельность такого лица, запрещает приобретение им ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, и (или) оказание ему услуг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, отнесение этого лица к числу квалифицированных инвесторов само по себе не означает отмену такого запрета.

Уставом или решением о выпуске либо правилами доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом может быть предусмотрено, что ценные бумаги предназначены только для квалифицированных инвесторов. Такие ценные бумаги не могут предлагаться лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами, в том числе публично.

Введение института квалифицированных инвесторов позволяет создавать новые виды акционерных и паевых инвестиционных

фондов для квалифицированных инвесторов, характеризующихся высокой потенциальной доходностью и в то же время высокими рисками, стимулирует развитие инвестиционных фондов, финансирующих венчурные проекты. В частности, специально для создания фондов, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, допускается возможность включения в правила доверительного управления обязанности владельцев инвестиционных паев в случае увеличения их количества, предусмотренного правилами, приобрести дополнительно выдаваемые инвестиционные паи (аналог конструкции «commitment letter», используемой в иностранных венчурных фондах). В этом случае правила должны предусматривать количество приобретаемых таким образом инвестиционных паев или порядок его определения [Правовая среда..., 2009, с. 92].

**Венчурные фонды и фонды прямых инвестиций,
ассоциации бизнес-ангелов и иные организации,
которые потенциально могут осуществлять
финансирование инновационных проектов
Новосибирской области**

Развитие рынка венчурных капиталов важно для экономики как страны, так и регионов. После 2014 г. список компаний и лиц, готовых финансировать российские стартапы, изменился. На самом деле падение на рынке венчурных капиталов началось еще в 2013 г. из-за перегрева рынка, снижения инвестиционной активности, и на отечественном рынке появлялось все меньше оригинальных и перспективных стартапов. Именно тогда такие фонды, как «LIFE.SREDA» и Frontier Ventures перенесли свои штаб-квартиры в Сингапур, на работу с Испанией, США и Израилем переключился Flint Capital. Фонды Runa Capital, ABRT, The Untitled Ventures остались на российском рынке, но рассматривают варианты финансирования китайских и индийских проектов [Лапочкина и др., 2018]. Спад на венчурном рынке пока не прекращается, но всё не так плохо. Из-за кризиса и санкций российские стартапы начали уделять внимание продуктам, связанным с импортозамещением в сфере технологий. Государство понимает важность именно научноемкого производства, поэтому фонды с государственным участием все чаще появляются на рынке венчурных капиталов. Государство выступает заказчиком новых технологий и продуктов. К сожалению, это не в той мере стимулирует

рынок, как зарубежные капиталы, но это позволяет отрасли не терять свой потенциал. Активность государства не позволяет нарастить объемы рынка до такого уровня, чтобы играть весомую роль в экономике России.

Сегодня наибольший интерес для развития инновационной деятельности представляют европейские регионы России. Именно в Центральном федеральном округе в 2015 г. было осуществлено 89% венчурных инвестиций. Бессмысленно отрицать, что округа в нашей стране имеют различия в инновационном потенциале и многие разработчики и ученые мигрируют в ЦФО. Но нельзя забывать, что в регионах есть свои центры, аккумулирующие кадры для создания мощной рабочей площадки в сфере НИОКР.

Венчурные фонды в регионах ярче всего представлены в Татарстане. В данном регионе фонд был создан по инициативе государства, но это не помешало ему вести успешную деятельность. Только в 2016 г. было получено 40 результатов интеллектуальной деятельности. Всего с 2014 г. создано более 200 проектов с 74 патентами [Федоров, 2017]. В Татарстане ежегодно проводится конкурс «Пятьдесят лучших инновационных идей для республики Татарстан», который собирает молодежь, заинтересованную в исследовательской деятельности. Это позволяет создавать комфортные условия для инновационного развития наукоемких производств. Проводится программа «Идея-1000», которая стимулирует развитие малого и среднего предпринимательства в республике. Подобное в Новосибирске происходит в проектах «Технопарка». Венчурный фонд Татарстана находится среди самых эффективных региональных фондов, именно он создал инфраструктуру финансирования научно-технических стартапов [Kama Flow инвестирует..., 2018].

Ситуация в регионах далека от ЦФО, но есть те фонды, которые задают положительное движение в данной сфере бизнеса:

- Краевое государственное автономное учреждение «Красноярский краевой фонд поддержки научной и научно-технической деятельности» (Красноярский краевой фонд науки);
- Государственное автономное учреждение Новосибирской области «Новосибирский областной фонд поддержки науки и инновационной деятельности» (Новосибирский фонд);
- Социально ориентированная некоммерческая организация «Научно-образовательный фонд поддержки молодых ученых Республики Саха (Якутия)» (НОФМУ);

- Некоммерческая организация «Инвестиционно-венчурный фонд Республики Татарстан»;
- Некоммерческая организация «Фонд содействия развитию венчурных инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Республики Башкортостан».

Основную поддержку начинающим компаниям в регионах оказывают правительства областей, но есть и негосударственные фонды, которые проводят конкурсы и работают в направлениях и программного обеспечения, и медицины. Сегодня в стране в каждой нише работает как минимум один венчурный фонд, готовый оказать поддержку.

А что можно сказать о Новосибирске? В Академгородке уже не первый год существует «Академпарк» [Хохлова, 2015]. Академгородок можно сравнить с Кремниевой долиной, куда стекаются все научные кадры восточной части нашей страны. Что интересно, в Кремниевой долине работа ученых не связывалась с образованием, а в Академгородке это было главной идеей. Студентам создавали комфортные условия для научной карьеры, ожидая от них открытий в ближайшем будущем. Еще в 70-е годы XX века в Новосибирске активно старались наладить связи производства и науки. Поэтому сегодня закономерно наблюдать развитие «Технопарка», в стенах которого проходят проекты «А:Старт», «Бизнес-инкубатор Академгородка», «Финансово-Инвестиционный офис», «Региональное представительство Фонда Содействия Инновациям», «Региональный оператор Сколково». Только в 2018 г. в бизнес-инкубатор попало 36 проектов. Поддержку им оказывают как частные инвесторы, венчурные фонды, так и институты развития ГАУ НСО "АРИС", ГАУ НСО «Новосибирский областной инновационный фонд и др. Инновационный фонд в октябре опубликовал список новых субъектов, которым будет оказывать поддержку. Среди них были два проекта-резиденты Академпарка.

2018 г. показал мощный потенциал Новосибирска как центра инновационного развития. За 2018 г. Венчурный фонд развития интернет-инициатив (ФРИИ) инвестировал 3,2 млрд рублей в 367 компаний по России, причем проекты из новосибирского Технопарка привлекли 430 миллионов рублей. Компания Kama Flow летом 2018 г. подписала соглашение с Администрацией области о совместной работе по развитию венчурного рынка на базе Национальной технологической инициати-

вы, опираясь на научный задел и инновационный потенциал новосибирского Академгородка [Kama Flow инвестирует..., 2018]. Несмотря на то что интерес инвесторов в Новосибирске обращен к резидентам Академпарка, есть компании, которые не принимают активного участия в бизнес-инкубаторах Академгородка, но могли бы. Компания Юнисервис Капитал, расположившаяся в Новосибирске, чей последний удачный проект – сеть ресторанов быстрого питания «Дядя Дёнер», уже давно на рынке венчурных капиталов и представляет интерес.

Стоит отметить, что иностранных инвестиций в проекты мало. Это проблема всей страны, а не только Новосибирска. Проблема в том, что многие стартапы не задумываются о выходе на международный рынок, поэтому и не могут предложить продукт для инвесторов, например, из Китая. Единичные проекты создают что-то, что заинтересует весь мир. Из недавних ярких проектов – Way Ray, в который поверил фонд Alibaba Innovation Ventures, входящий в китайскую Alibaba Group, и вложил 15 миллионов долларов. Этот проект предложил рынку автомобильный навигатор с технологией дополненной реальности, и на момент заключения сделок ещё ни один продукт компании не продавался на рынке. Швейцарский фонд Bryanston в 2015 г. стал инвестором проекта каршеринга Belkacar, когда в России с сомнением относились к самой идее каршеринга. Но именно зарубежные инвестиции спасли проект, когда в 2016 г. российские инвесторы начали уходить на зарубежные рынки. Практически в каждый крупный стартап, который известен по всей России, вложилась иностранная компания. Всё потому, что эти стартапы не имели привязки только к российским реалиям и трендам, а были уникальны. Например, веб-сервер NGINX получил 20 миллионов долларов от IndexVentures, E.Ventures, GusRobertson и RunaCapital, а сегодня его технологии используют Netflix, Pinterest, Airbnb, Dropbox и Instagram [Ивасенко и др., 2015].

Согласно обзорам рынка РАВИ и РВК в 2014 г. иностранное финансирование происходило со стороны четырех фондов:

- международный корпоративный фонд Intel Capital;
- международная венчурная компания E.Ventures;
- шведский инвестиционный фонд Kinnevik;
- американский венчурный фонд AccelPartners.

Иностранные инвесторы изменили тактику на рынке венчурного капитала и стали инвестировать из-за рубежа, участвуя в

синдицированных сделках с российскими партнерами. В 2015 г. к компаниям из предыдущего списка добавился люксембургский фонд Mangrove Capital и фонд американского бизнес-ангела 500 Startups. Среди отечественных компаний в топе были Russia Partners, Baring Vostok, Almaz Capital [Боброва, 2015]. К сожалению, информации о том, что иностранные компании инвестируют в российские стартапы гораздо меньше, чем информации о том, что российские стартапы регистрируются в других странах, чтобы облегчить поиск инвестора. В бизнес-журналах нередко можно прочесть интервью основателей компаний, которые переехали из России в Гонконг, Китай, США, чтобы достичь успеха.

Ранее банки избегали финансирования новых разработок, так как результат был непредсказуем. Но сегодня ситуация изменилась, и банки стали проявлять интерес к стартапам. Например, Сбербанк создал SBT Venture Fund I, Альфа-Банк ведет совместную деятельность с Venture Club, Промсвязьбанк и ВТБ так же помогают финтех-стартапам. В свое время BaringVostok проинвестировала в ЦФТ, чтобы развить платежную систему «Золотая корона», теперь и банки ищут подобные стартапы. Таким образом, одно из направлений работы – это сотрудничество с банками.

Среди крупных инвесторов сегодня можно отметить и таких технологических гигантов, как Google, Wikipedia, Facebook. Эти компании или вкладывают в новые разработки, или же покупают компании целиком. Это наталкивает на мысль, почему вчерашние стартапы из регионов не окажут поддержку новичкам рынка сегодня? Возможно, потому что риск осуществить инвестиции в потенциальных конкурентов в будущем пока слишком высок для тех же резидентов Академпарка.

Не только организации помогают стартапам на первых стадиях. Есть бизнес-ангелы, так называемые «неформальные инвесторы», которые вкладывают в проект собственный капитал, а не чужие деньги как венчурные компании. Поэтому процесс получения средств от ангелов происходит в разы быстрее. По всему миру есть бизнесы-ангелы, которые могут поверить в начинающий проект и вложить собственные средства в развитие. Каждый год создаются рейтинги бизнес-ангелов, регулярно совершающих сделки, которые позволяют понять определенные тенденции. В основном такие инвесторы обращают внимание на финансовые технологии, e-commerce, медицину и моду, вкладывая в среднем

от 1 млн рублей. Согласно исследованиям за 2015 г. компании BCG, в России находится 200 тысяч потенциальных бизнес-ангелов, если судить по уровню дохода [Global Wealth 2015, 2015]. В прошлом году главным спасителем для создателей инновационных разработок стал Александр Румянцев, поверивший в 28 проектов. Вторым в рейтинге стал Роман Повоцкий, заключивший 6 сделок. Замкнул тройку лидеров Игорь Рыбаков с 5 проектами. Но это не единственные бизнес-ангелы. Александр Волошин и Максим Басов профинансировали проект двух выпускников МГУ Genotek. Владелец «Р-Фарм» Алексей Репик вложился в российский сервис для путешественников Grabr. Владелец «Инком» Сергей Козловский выделил 300 миллионов рублей оператору бесконтактных платежей PayQR [Рейтинг ангелов 2016, 2017].

Молодым стартапам стоит акцентировать свое внимание именно на бизнес-ангелах, с которыми легче установить контакт. Суть отношений с бизнес-ангелами состоит в обоюдной вере в проект. На рынке ИТ каждый месяц появляется десяток новых проектов, которые венчурная компания может не заметить, но которые смогут разглядеть бизнес-ангелы. Получается, что именно бизнес-ангелы должны являться приоритетными при поиске инвестора, а только затем компания должна искать венчурную компанию или фонды прямых инвестиций. Бывали случаи, когда объем инвестиций бизнес-ангелов в одну компанию доходил до одного миллиона евро.

В России первые бизнес-ангелы появились в 2003 г. в ассоциации «Частный капитал», которая на сегодняшний день насчитывает 130 участников. Другое крупное объединение – «Национальное содружество бизнес-ангелов России», в котором состоит 100 членов. Несмотря на денежные возможности, в стране гораздо меньше ангелов, чем в европейских странах. Ситуацию омрачает то, что все чаще инвесторы вкладывают в уже проинвестированные проекты, чтобы снизить риск от вложений. Ангелы также интересуются «нероссийскими» проектами в Китае, Израиле, США, Европе, поскольку там рынок бизнеса находится на уровень выше, чем в России [Янковский, 2017].

Как обсуждалось ранее, основные венчурные компании собраны в ЦФО, но это не означает, что доступ к этим фондам для новосибирских компаний закрыт. Фонд Runa Capital, оставшийся в России, вложил 20 миллионов долларов в 19 компаний в про-

шлом финансовом году. Для СФО это радостная новость, ведь основатель RunaCapital Сергей Белоусов, который является членом наблюдательных советов Иннополиса и НГУ, видит большие перспективы в Новосибирске и готов вести сотрудничество с компаниями города.

Потенциальным помощником с инвестированием может стать участие в бизнес-акселераторах как «А:Старт» в Новосибирске, с возможностью попасть в бизнес-инкубатор и там найти компанию, готовую вложиться в проект. В Новосибирске такими компаниями могут быть Karma Flow, Runa Capital. И, конечно же, не стоит забывать о поддержке областного правительства в рамках ГАУ НСО "АРИС", ГАУ НСО «Новосибирский областной инновационный фонд».

Потенциальными инвесторами для Новосибирской области могут стать компании Karma Flow, Runa Capital, Юнисервис Капитал, Russia Partners, Baring Vostok, Almaz Capital, фонды Сбербанка, Альфабанка, ВТБ, Промсвязьбанка. Поддержу может оказать правительство или сотрудничество с клубами инвесторов Сколково, Smart Hub, Start Track, Altair Club. И, конечно, нельзя забывать о бизнес-ангелах, таких как Александр Румянцев, Роман Поволоцкий, Игорь Рыбаков, Александр Волошин, Максим Басов, Алексей Репик, Сергей Козловский, Аркадий Волож.

5.3. Обзор рынка венчурного финансирования на территории Новосибирской области.

Иновационная инфраструктура и доступные источники посевного финансирования, способствующие появлению и стартовому развитию инновационных проектов

В 1995 г. в г. Новосибирске Европейским Банком Реконструкции и Развития (ЕБРР) был создан Западно-Сибирский Региональный Венчурный Фонд (ЗСРВФ). Фонд располагал 30 млн долларов США, которые должны были быть инвестированы в приватизированные или частные средние предприятия Новосибирской, Кемеровской, Томской областей и Алтайского Края. До 25% средств фонд мог инвестировать за пределы перечисленных выше регионов. Западно-Сибирский Региональный Венчурный Фонд инвестировал средства путем приобретения доли в акционерном капитале предприятия, кредиты в чистом виде (как банковские кредиты) не предоставлялись. Минимальный размер ин-