

Александрин Юрий Николаевич

кандидат экономических наук,
доцент кафедры мировой экономики
Кубанского государственного университета
dom-hors@mail.ru

Aleksandrin Yury Nikolaevich

PhD in Economics,
Assistant Professor of the Global
Economy Department,
Kuban State University
dom-hors@mail.ru

Тюткалова Александра Владимировна

магистрант 1-го курса программы
«Финансовая экономика»
Кубанского государственного университета
dom-hors@mail.ru

Tyutkalova Aleksandra Vladimirovna

1st year applicant for a Master's Degree,
Program "Financial Economics",
Kuban State University
dom-hors@mail.ru

ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ РАЗВИТИЯ ИНДУСТРИИ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

FOREIGN EXPERIENCE OF THE VENTURE FINANCING INDUSTRY DEVELOPMENT

Аннотация:

В статье проведен ретроспективный анализ развития венчурной индустрии США, Европы и Израиля. Рассматривается передовой зарубежный опыт формирования институциональных условий и механизмов для эффективного развития венчурного финансирования. Авторы исследуют посткризисные тенденции развития рынка венчурных инвестиций, отраслевую структуру венчурного капитала и распределение инвестиций по стадиям развития инновационных предприятий.

Ключевые слова:

венчурные инвестиции, отраслевая структура, посткризисные тенденции, венчурные фонды, посевная стадия, стадия раннего роста, малый инновационный бизнес.

The summary:

The article carries out a retrospective analysis of venturing industry development in the USA, Europe and Israel, considering advanced experience of forming institutional conditions and mechanisms for efficient development of venture financing. The authors examine post-crisis tendencies of venture investment market, sectoral structure of venture capital and investment distribution according to evolution stage of innovation enterprises.

Keywords:

venture capital investment, sectoral structure, post-crisis tendencies, venture capital funds, seed stage, stage of early growth, small innovative business.

Кардинальное изменение российской экономической политики, курс на инновационную модель развития национальной экономики требуют поиска новых эффективных источников и инструментов финансирования инновационных проектов. Одним из таких инструментов, проверенных многолетней практикой инновационно ориентированных государств, является венчурное финансирование.

Для становления и развития рынка венчурного капитала, особенно на начальных этапах, особое значение имеет государственная поддержка. Так, с начала 1980-х гг. государственная политика США была направлена на активное стимулирование венчурного предпринимательства. Причиной этому послужила его роль как катализатора инновационных процессов и реиндустриализации экономики. С помощью системы мер прямого и косвенного стимулирования в США государство стало активно развивать инновационный бизнес. В 1980 г. был принят закон Стивенсона – Вайдлера «О технологических нововведениях», который предусматривал ряд мер по стимулированию промышленных инноваций.

С 1981 г. в США стала активно формироваться система налоговых льгот на НИОКР. В 1982 г. конгрессом был принят закон о нововведениях и разработках в малом бизнесе. Для реализации данного закона была разработана программа по стимулированию инноваций в сфере малого и среднего предпринимательства (SBIR), координатором которой

стала Администрация малого бизнеса (SBA). По данной программе каждое федеральное учреждение, которое предоставляет внешним исполнителям заказы на сумму выше 100 млн долл., должно 1,25 % из них выдавать в виде безвозвратных субсидий на НИОКР в малом бизнесе [1].

Для оказания помощи венчурным фондам правительства многих западноевропейских стран проводили политику по созданию благоприятной среды для новой формы инвестиционного финансирования. Например, в Голландии действовала схема PPM. В рамках PPM правительство Голландии гарантировало венчурным фондам возврат 50 % возможных убытков, связанных с их инвестициями в частные компании. Данную программу применили в начале 1980-х годов в период экономического кризиса. Это позволило достаточно эффективно простимулировать значительный рост венчурных фондов и, как следствие, активизировать финансирование инновационного бизнеса Голландии.

Помимо национальных программ действует ряд международных программ, которые реализует и финансирует Европейский совет. Программа «EuroTech Capital» была разработана с целью создания стимулов для привлечения венчурных фондов к инвестированию в крупные международные проекты в области высоких технологий. Действует и программа «Joint Venture Phase», направленная также на стимулирование создания совместных предприятий с участием венчурного капитала в странах Центральной и Восточной Европы [1].

Для современной России по-прежнему актуален уникальный опыт формирования и становления рынка венчурного капитала в США. В 1970 г. этот рынок в стране практически отсутствовал, в 1980 г. весь совокупный венчурный капитал США не превышал 1 млрд долл., но уже к середине 1990-х годов достиг уровня 35 млрд долл. На сегодняшний день самый большой рынок венчурного капитала функционирует именно в США.

Начиная с 2002 г. прослеживалась четкая тенденция роста объема венчурных инвестиций. В 2007–2008 гг. был достигнут рекордный объем венчурного инвестирования в США – более 30 млрд долл. в год. Однако в 2009 г. на фоне мирового финансового кризиса объем инвестирования стал рекордно низким – 19,7 млрд долл. Но уже к началу 2010 г. венчурный капитал стал снова набирать обороты и на сегодняшний день практически достиг докризисного уровня (табл. 1).

Таблица 1

Динамика рынка венчурных инвестиций США в 2007–2011 гг.

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011
Объемы венчурного финансирования, млрд долл.	30,8	30,5	19,7	23,3	28,4
Количество сделок, ед.	4124	4111	3065	3526	3673

При этом спад на рынке венчурного инвестирования сопровождался значительным сокращением количества венчурных фондов. Так, в 2007 г. действовали 237 фондов, в 2009-м – всего 160, к началу 2012 г. ситуация немного улучшилась – функционировал уже 181 фонд [2].

Значительный успех венчурного предпринимательства и его динамичное развитие привлекли к нему повышенный интерес финансовых и правительственных структур. Возникла объективная потребность создания современной инфраструктуры венчурного финансирования и совершенствования взаимосвязей в инвестиционной сфере в целом. В 1973 г. была образована Национальная ассоциация венчурного капитала (National Venture Capital Association – NVCA) с целью формирования в широких кругах осознания важности венчурного финансирования для усиления конкурентоспособности экономики США, а также для представления в обществе интересов венчурных капиталистов и раз-

вивающихся компаний. Аффилированная структура ассоциации – «Американские предприниматели для экономического роста» (American Entrepreneurs for Economic Growth – AEEG) – это общенациональная организация, которая включает около 10 тыс. развивающихся компаний, на которых работают более миллиона американцев [2].

Так как наиболее предпочтительной стратегией «выхода» для компаний с венчурным капиталом выступает публичное размещение акций, фондовые дилеры оперативно отреагировали на данную ситуацию созданием системы автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (NASDAQ) – второй (после Нью-Йоркской) фондовой биржи США, которая специализируется на первичном размещении акций инновационных компаний.

Отдельно следует выделить программу по инвестициям в малый бизнес – Small Business Investment Companies (SBIC). SBIC представляет собой уникальную программу государственно-частного партнерства, с помощью которой было осуществлено венчурное финансирование более 150 тыс. малых и средних предприятий в объеме 90 млрд долл. США.

Венчурный бизнес США сформировался как специфическая отрасль предпринимательства в период активного развития микроэлектроники и компьютерных технологий и дал мощный толчок для успешного развития данных направлений. Мировые лидеры компьютерной индустрии – компании Microsoft, Intel, Apple Computers, Compaq – достигли впечатляющих финансовых результатов, благодаря именно венчурному финансированию на ранних стадиях развития компаний.

Ключевые позиции в венчурной индустрии США по итогам 2011 г. занимают: программное обеспечение, биотехнологии, медицина, энергетика и IT- услуги (рис. 1).

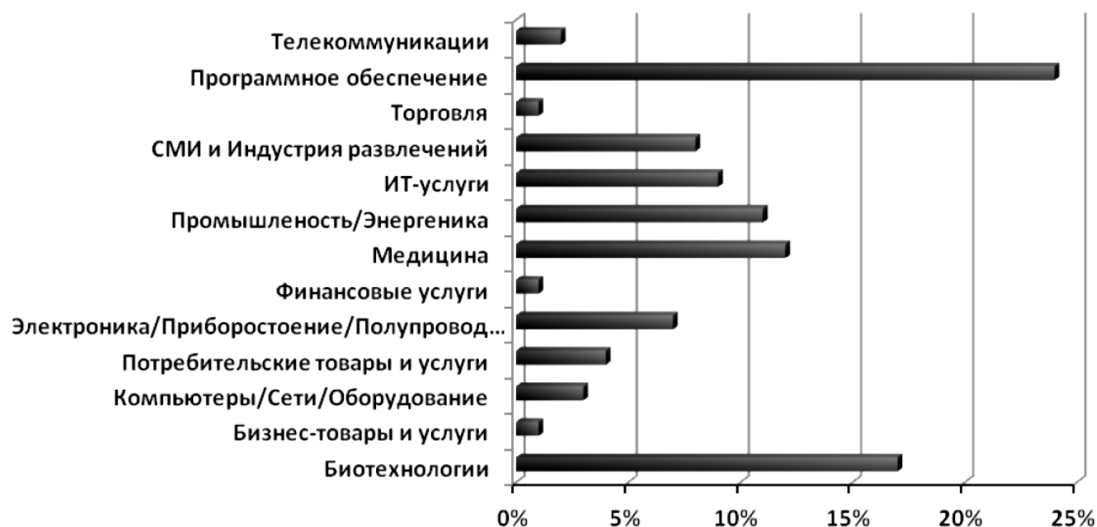


Рис. 1. Венчурные инвестиции в США по отраслям экономики в 2011г., % [2]

Если рассматривать структуру венчурных инвестиций по стадиям развития инновационных предприятий, то в 2011 г. на «посевную» стадию в США было направлено 11 % инвестиций, на стадию «раннего роста» – 38 %, на стадию «расширения» – 27 % и на позднюю стадию – 24 % [2]. Таким образом, на посевную и ранние стадии развития компаний приходится около половины венчурного капитала.

В Европе венчурное финансирование стало развиваться в начале 80-х годов XX века. Несомненно, практика такого инвестирования существовала в европейских странах задолго до этого рубежа, но современные черты индустрия венчурного финансирования стала приобретать именно в этот период. Во многом быстрое развитие венчурного инве-

стирования в Европе было обосновано наличием двадцатилетнего американского опыта, который позволил избежать существенных ошибок и адаптировать к европейским условиям уже отработанные финансовые и управленческие технологии. Но нельзя также не учитывать заслуги и усилия европейских венчурных капиталистов, которые обеспечили сегодняшнее состояние отрасли.

Во многом этапы развития европейского венчурного предпринимательства повторяют американский опыт. В 1983 г. была организована Европейская ассоциация прямого инвестирования и венчурного капитала (EVCA), что было совместной инициативой представителей венчурной индустрии и Европейской комиссии [3]. Стратегическими задачами EVCA стали:

- привлечение институциональных инвесторов к участию в венчурном инвестировании;
- разработка доступных и эффективных стратегий и механизмов венчурного капитала;
- защита интересов участников венчурной индустрии [4].

С участием EVCA была создана Европейская ассоциация биржевых дилеров (EASD) – объединение венчурных капиталистов, инвестиционных банков, биржевых дилеров и других инвестиционных институтов – с целью формирования механизмов поддержки экономического развития и инноваций в Европе. Одной из первых инициатив EASD была организация европейской фондовой биржи для быстро растущих молодых компаний – Системы автоматической котировки Европейской ассоциации биржевых дилеров (EASDAQ). Ее структура и основные принципы функционирования были заимствованы у аналогичной американской NASDAQ. Акции некоторых компаний, которые торгуют в EASDAQ, также котируются и на NASDAQ.

Участие правительств европейских стран в процессе венчурного финансирования играет огромную роль. Доля средств страховых компаний и пенсионных фондов в венчурном капитале Европы достигает 35 % инвестиций. Примером участия государства в венчурном финансировании могут служить так называемые фонды фондов, которые организуются при существенном участии (до 40 %) государства. Наиболее известные из них фонды: UK High Technology Fund (Великобритания), KFW (Германия) и ряд других. Динамика венчурного финансирования в Европе представлена в табл. 2.

Таблица 2

Динамика рынка венчурных инвестиций Европы в 2008–2011 гг.

Показатель	2008	2009	2010	2011
Объемы венчурного финансирования, млрд евро	4,6	3,8	3,5	4,0
Количество сделок, ед.	1351	1186	1253	1021

Венчурное финансирование в Европе, как и в США, значительно сократилось вследствие мирового финансового кризиса. Если в 2008 г. объем венчурных инвестиций превышал 4,7 млрд евро, то в 2009-м – снизился до 3,8, а в 2010-м – до 3,5 млрд евро. Позитивной является тенденция достаточно быстрого восстановления объемов венчурного финансирования в Европе до 4 млрд евро в 2011 г.

По сравнению с США европейская структура венчурных инвестиций более диверсифицирована (рис. 2).

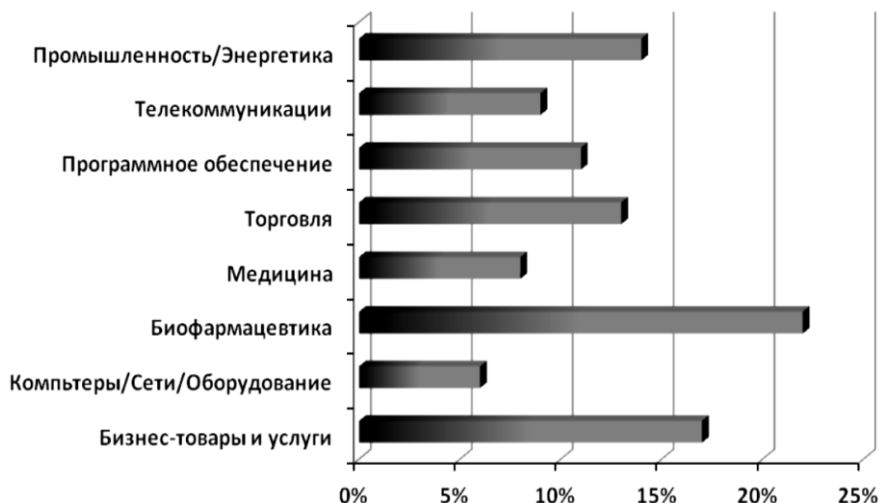


Рис. 2. Венчурные инвестиции в Европе по отраслям экономики в 2011 г. [5]

Венчурные инвестиции в Европе размещают практически во все сектора экономики в относительно равных размерах. В отличие от США, в тройке лидеров по объемам инвестиций кроме биофармацевтики и энергетики присутствует сектор бизнес-услуг. В последние годы происходит переориентация венчурных инвестиций в технологический сектор, что является общемировой тенденцией для развитых стран.

Что касается распределения венчурных инвестиций по стадиям развития инновационных компаний, то в целом в Европе наблюдается сходная с США тенденция. В 2011 г. 48 % венчурного капитала приходилось на «посевную» и раннюю стадии, 52 % – на расширение и позднюю стадию. В отличие от США, в Европе значительно меньшие объемы венчурных инвестиций приходятся на «посевную» стадию – 7 %, в США – 11 %. При этом на ранней стадии европейские венчурные инвестиции на 3 % превышают объемы финансирования в США.

Проанализируем венчурный капитал Европы в разрезе стран-участниц (рис. 3).

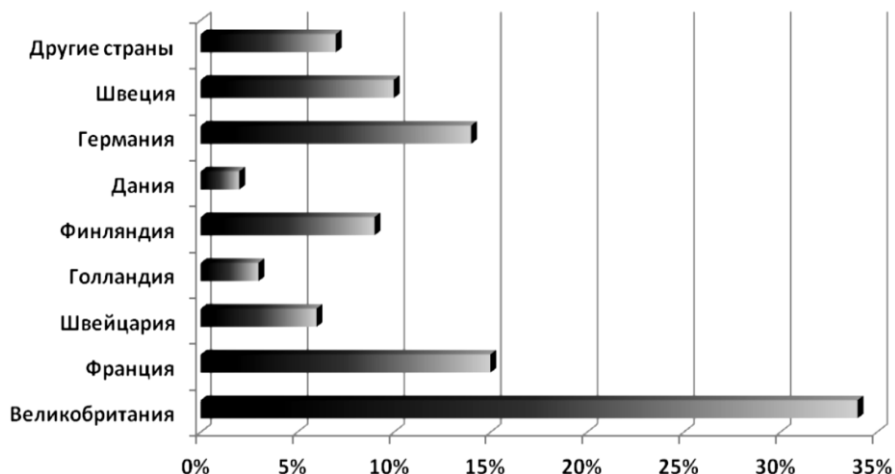


Рис. 3. Долевое соотношение стран Европы в венчурном финансировании в 2011 г. [6]

По-прежнему ведущим игроком венчурной индустрии Европы остается Великобритания: более 30 % общеконтинентального объема инвестирования, на втором месте Франция – около 15 %, на третьем – Германия – 13,5 %. К 10%-му рубежу по объемам

венчурного финансирования приближаются Швеция и Финляндия. Рынок венчурного капитала в Европе достаточно развит, хотя и на порядок отстает от уровня США.

Также следует обратить внимание на опыт в становлении венчурной индустрии такой страны, как Израиль. За минимальное время эта страна стала одной из ведущих мировых Hi-Tech держав. Этому способствовали эффективная инвестиционная политика правительства и ряда инновационных частных фондов, которые позволили израильским компаниям в жесткой конкурентной борьбе занять лидирующие позиции на мировых рынках высоких технологий. Ежегодно Израиль тратит на научные исследования 5 % ВВП. На данный момент это самая высокая доля затрат на НИОКР в мире. К примеру, в США затраты на НИОКР не превышают 3 % ВВП [6].

Сегодня Израиль занимает первое место в мире по доле венчурных разработок в ВВП, по количеству венчурных предприятий – второе место, уступая только США. Свидетельством высокой конкурентоспособности израильского Hi-Tech является также тот факт, что страна занимает третье место в мире (после США и Канады) по количеству компаний, котирующихся на NASDAQ.

За отправную точку венчурной индустрии Израиля принимают 1962 г., когда У. Галилем был создан первый израильский стартап в современном смысле этого слова – компания «Эльрон», которая специализировалась на производстве электронных приборов. С тех пор развитие стартапов и инновационных фондов в Израиле стало существенным элементом экономической политики государства, получившим особенно интенсивное развитие в 90-е гг. XX века.

В Израиле накоплен большой опыт в привлечении средств в высокотехнологичные отрасли. Существенным фактором, который стимулирует приток частных инвестиций, выступают правительственные программы, предоставляющие значительные налоговые льготы, а также участие государства в непосредственном финансировании проектов. Например, программа прямого финансирования инновационных проектов из государственного бюджета, согласно которой государство берет на себя до 50 % расходов на НИОКР [7].

Организация венчурных компаний была и остается весьма рискованным мероприятием для каждой из сторон. Однако существует немало примеров успеха венчурных компаний. Например, израильские стартапы Check Point Software Technologies и Mirabilis в считанные годы принесли своим создателям и инвесторам сотни миллионов долларов. Компанией Check Point Software Technologies был разработан программный продукт Firewall, который совершил настоящую революцию в защите компьютерных систем от несанкционированных проникновений. Разработанная компанией Mirabilis программа передачи сообщений через Интернет ICQ мгновенно завоевала популярность и получила мировое признание [7].

Власти Израиля внесли в законодательство страны изменения, которые способствуют развитию научного творчества. Взнос государства в венчурный фонд Yozma составил 100 млн долл., еще 178 млн долл. вложили частные инвесторы. Всего же было создано 10 фондов, капитал которых после выхода из проектов составил 7,8 млрд долл. Примерно в это же время в Израиле появилось множество бизнес-инкубаторов для последующего прикладного использования фундаментальных научных исследований. Результатом реализации программы Yozma стал резкий скачок инновационной активности в Израиле, значительное расширение экспорта высокотехнологичной продукции.

Также следует обратить внимание на еще один успешный пример государственного финансирования высокотехнологичных проектов – это создание в 1994 г. программы поддержки изобретателей БАШАН, которая действует ныне при министерстве науки и технологий. Тогда государственную поддержку получили тысячи инженеров и ученых, репатри-

ированных из стран СНГ и вернувшихся на историческую родину с массой инновационных идей и изобретений. В рамках программы БАШАН по всей стране были созданы научно-технические центры (так называемые «хамамот»), в которых инноваторы могли за счет государственного финансирования изготовить опытные образцы, подготовить необходимую документацию и наладить деловые контакты.

Рассмотрим динамику развития венчурного финансирования в Израиле за 2008–2011 гг. (табл. 3).

Таблица 3

Динамика рынка венчурных инвестиций Израиля в 2008–2011 гг.

Показатель	2008	2009	2010	2011
Объемы венчурного финансирования, млрд долл.	2,11	0,85	1,85	1,63
Количество сделок, ед.	267	166	147	141

Как в США и Европе, объемы венчурного финансирования в Израиле упали почти в 2,5 раза в 2009 г. по сравнению с докризисным 2008 г. В 2011 г. израильская венчурная индустрия еще не достигла рубежа в 1,7 млрд долл., для сравнения: в 2008 г. объем венчурных инвестиций превышал 2,1 млрд долл.

На рис. 4 представлена отраслевая структура венчурных инвестиций Израиля в 2011 г.

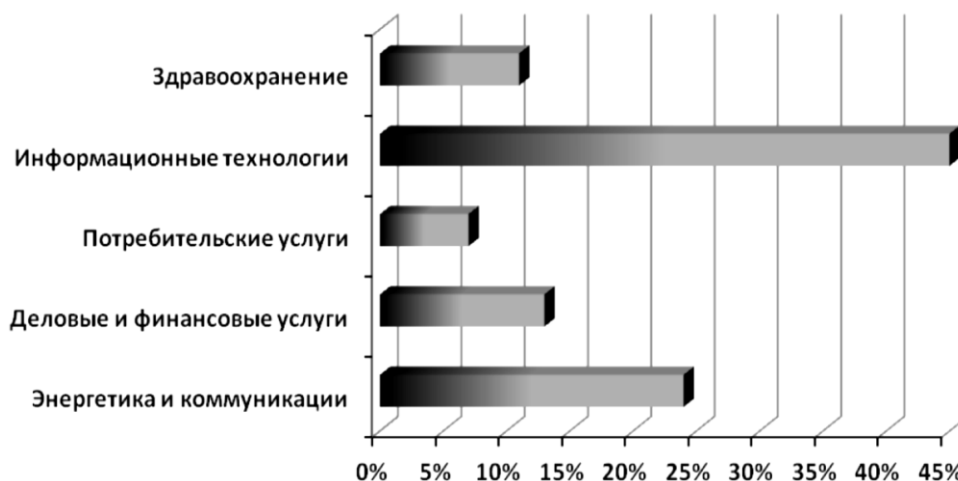


Рис. 4. Венчурные инвестиции в Израиле по отраслям экономики в 2011 г. [8]

Практически половина всех инвестиций идет на поддержку и развитие компаний и проектов в сфере информационных технологий. Около 23 % инвестиций направлено в сектора энергетики и коммуникаций, 10 % на инновационные проекты в здравоохранении.

Анализируя распределение венчурных инвестиций по стадиям развития компаний в 2011 г. следует отметить, что, в отличие от США и Европы, 87 % инвестиций в Израиле направляются на поздние стадии реализации инновационных проектов и только 13 % на посевную и раннюю стадии. При этом 66 % венчурных инвестиций приходится на завершающую (Later Stage) стадию, требующую максимального финансирования.

Таким образом, необходимо отметить, что в странах с развитой венчурной индустрией государство оказывает значительную поддержку этому стратегическому сегменту инновационной системы как на законодательном уровне, так и при формировании системы эффективных инструментов, прямых и косвенных методов стимулирования венчурного финансирования. При этом институциональные условия развития венчурной индустрии

постоянно совершенствуются в соответствии с изменениями внешней среды инновационного бизнеса, новыми трендами мирового рынка инноваций.

Ссылки:

1. Аммосов Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков до современности. СПб., 2005. 409 с.
2. Венчурный капитал за первую четверть 2012 г. – национальные данные, 2012 г. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.nvca.org/index.php> (дата обращения 14.04.2012).
3. Васильева Т.Н. Венчурное предпринимательство. М., 2007. 187 с.
4. Венчурный капитал и прямые инвестиции в инновационной экономике, 2011 г. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Course-2011> (дата обращения: 10.04.2012).
5. Ежегодник. 2011. [Электронный ресурс]. URL: http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf (дата обращения 14.04.2012).
6. Аналитика Dow Jones. Обзор четвертого квартала, 2012 г. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.venture-news.ru/dowjones/25732-analitika-dow-jones-obzor-chetvertogo-kvartala.html> (дата обращения 10.04.2012).
7. Аммосов Ю.П. Указ. соч.
8. Аналитика Dow Jones. Обзор четвертого квартала, 2012 г. Там же.

References (transliterated):

1. Ammosov Y.P. Venchurniy kapitalizm: ot istokov do sovremennosti. SPb., 2005. 409 s.
2. Venchurniy kapital za pervuyu chetvert' 2012 g. – natsional'nye dannye, 2012 g. [Electronic resource]. URL: <http://www.nvca.org/index.php> (date of access 14.04.2012).
3. Vasil'eva T.N. Venchurnoe predprinimatel'stvo. M., 2007. 187 p.
4. Venchurniy kapital i pryamyie investitsii v innovatsionnoy ekonomike, 2011 g. [Electronic resource]. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Course-2011> (date of access: 10.04.2012).
5. Ezhegodnik. 2011. [Electronic resource]. URL: http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf (date of access 14.04.2012).
6. Analitika Dow Jones. Obzor chetvertogo kvartala, 2012 g. [Electronic resource]. URL: <http://www.venture-news.ru/dowjones/25732-analitika-dow-jones-obzor-chetvertogo-kvartala.html> (date of access 10.04.2012).
7. Ammosov Y.P. Op. cit.
8. Analitika Dow Jones. Obzor chetvertogo kvartala, 2012 g. Ibid.