

На правах рукописи



Дмитриев Николай Николаевич

Становление модели государственной поддержки развития
венчурного финансирования в России

Специальность: 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством»
(управление инновациями и инвестиционной деятельностью)

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва-2010

Диссертация выполнена на кафедре менеджмента Международного университета в Москве.

Научный руководитель доктор экономических наук,
профессор
Родионов Иван Иванович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
Бычков Александр Петрович

кандидат экономических наук,
Старюк Павел Юрьевич

Ведущая организация Национальный институт системных
исследований проблем
предпринимательства

Защита состоится 22 декабря 2010 г. в 14 часов на заседании диссертационного совета Д 521.006.01 в Международном университете в Москве по адресу: 125040, Москва, Ленинградский проспект, д. 17, ауд. 417.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Международного университета в Москве.

Автореферат разослан « 19 » ноября 2010 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
д-р. эконом. наук



Кислюк М.Б.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

АКТУАЛЬНОСТЬ ИССЛЕДОВАНИЯ. Актуальность работы обусловлена значимостью развития венчурной индустрии для перевода экономики России на инновационную модель развития.

Задача исследования применяемых в мире моделей участия государства в построении индустрии венчурного инвестирования стала актуальной в связи с подготовкой решения Правительства РФ о создании государственного фонда венчурных фондов – ОАО «Российская венчурная компания» в 2006 г. и развития ее последующей деятельности.

Успешный мировой опыт определяет существенную роль государства и программ поддержки развития венчурного предпринимательства и его финансирования (SBIC – США, SITRA – Финляндия, Yozma – Израиль и др.) как катализатора процесса создания и становления саморазвивающейся индустрии венчурного бизнеса. В любой стране мира, поставившей перед собой задачу инновационного роста, роль государства в формировании института венчурного финансирования была значительной.

Каждая страна выбирала свой путь поддержки развития венчурной индустрии. Основанием для выбора пути являлись исторически сложившаяся бизнес-практика, традиции предпринимательства, институты и уникальные региональные особенности. Вместе с тем опыт развитых стран показывает, что можно выделить общие подходы к построению венчурной индустрии, основывающиеся на особенностях венчурного бизнеса.

Механизмы венчурного предпринимательства в России до сих пор остаются относительно слабо разработанными, особенно в части реализации комплексных стимулирующих программ, способствующих развитию венчурного бизнеса на разных стадиях развития и снижению инвестиционных рисков. Также все ещё отсутствует четкая методология формирования национальной венчурной модели.

Разработка механизмов государственной поддержки и методологических подходов к созданию концепции, моделей, методов реализации и развития партнерства бизнеса и государства в развитии венчурной индустрии могут быть эффективны только тогда, когда они ориентированы на создание и рост стоимости венчурного бизнеса, а продукты и услуги инновационных компаний соответствуют потребностям рынка.

Теоретическая и практическая актуальность проблематики, её недостаточная проработанность в литературе обусловили выбор темы диссертационного исследования.

ОБЪЕКТ И ПРЕДМЕТ ИССЛЕДОВАНИЯ. Объектом исследования выступают используемые на практике национальные модели поддержки развития венчурной деятельности.

Предметом исследования является методология построения Российской модели поддержки создания венчурной индустрии на основе системы частно-государственного партнерства.

ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ ИССЛЕДОВАНИЯ. Основной целью проведенного исследования является теоретическое обоснование, совершенствование и практическая апробация Российской модели создания венчурной индустрии на основе обобщения и развития имеющейся в мире методологии создания и реализации моделей государственной поддержки развития венчурной индустрии применительно к российским условиям.

Основные задачи исследования, направленные на достижение поставленной цели:

1. Классифицировать варианты моделей государственной поддержки построения венчурной индустрии, применяемых в мировой практике, и на основе их анализа выявить оптимальные параметры Российской модели поддержки создания венчурной индустрии.

2. Определить механизмы частно-государственного партнерства на различных этапах процесса становления национальной венчурной индустрии, встречающиеся в мировой практике.
3. Предложить понятие Российской модели создания венчурной индустрии с участием государства, охарактеризовать роли государства и частного бизнеса в партнерстве.
4. Предложить пути совершенствования модели государственной поддержки венчурного бизнеса с использованием достижений мировой практики и российского опыта создания модели венчурной индустрии.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКАЯ ОСНОВА ИССЛЕДОВАНИЯ

базируется на трудах ведущих отечественных и зарубежных ученых и специалистов-практиков, посвященных проблемам макроэкономического регулирования венчурного бизнеса, а также его микроэкономическим аспектам, включая аспекты выбора современных организационных форм и моделей венчурного инвестирования, особенности инновационного взаимодействия государства и малого, среднего и крупного предпринимательства.

ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА ИССЛЕДОВАНИЯ.

В работе использовались действующие законодательные акты и нормативные документы, статистические данные Госкомстата РФ, министерств и ведомств, официальные материалы ООН, Всемирного Банка, Национальной ассоциации венчурного инвестирования (США), Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования, Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования, Британской ассоциации венчурного инвестирования, а также публикации о деятельности венчурных компаний, венчурных фондов и фондов фондов, аналогичных ОАО «РВК» и пр.

СТЕПЕНЬ РАЗРАБОТАННОСТИ ТЕМЫ. Работа опирается на широкий круг российских и международных исследований по проблемам инновационного развития. Среди авторов, работы которых посвящены

теоретическим и практическим основам инновационного развития, необходимо выделить следующих: Шумпетер Й.А., Шарп У.Ф., Иванова Н.И., Иванов И.И., Глазьев С.Ю., Золотых Н.И., Каширин А.И., Аммосов Ю.П., Пилипенко П.П., Симонян К.Э., Жуков В.Б., Комлева О.О., Яценко В.П., Зинов В.Г., Гулькин П.Г., Семенов А.С., Никконен А.И., Lerner J., Avnimelech G., Teubal M., Meyer T., Woolworth B., Mitchell R., Duruflé G., Banga F., Quysner D., Roseboom J., Noel G. и др.

Анализ широкого круга работ показал, что: (1) возникают принципиально новые подходы, модели и направления исследований проблем венчурной индустрии, что отмечено в ряде работ, например Яценко В.П. [2005], Иванов И.И. [2006]; (2) исследуются проблемы систематизации национальных моделей венчурной индустрии (Woolworth B., Meyer T., Mitchell R., Nappier G.); (3) появляются исследования «новой волны», ориентированные на изучение взаимосвязей государства и бизнеса при создании своего рода экосистемы для венчурных инвестиций [Ноэл, 2008; Duruflé, 2008].

МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ. В процессе диссертационного исследования использовались как общенаучные методы исследований (диалектика, анализ, синтез, системность, аналогия, индукция, дедукция, историзм), так и специальные методы: инновационный анализа и управление проектами, комплексный подход к изучению венчурных инвестиционных программ и моделей.

В работе применяются принципы системного подхода к изучению венчурных инновационно-инвестиционных процессов в мировой и отечественной экономике, а также междисциплинарного подхода к экономическому анализу.

НАУЧНАЯ НОВИЗНА ИССЛЕДОВАНИЯ. Научная новизна диссертационной работы состоит в том, что впервые в отечественной и зарубежной литературе предпринята попытка проведения всестороннего анализа проблем и возможностей построения венчурной индустрии в России

на основе моделей частно-государственного партнерства, применяемых в мировой практике с учетом российской специфики.

Основные положения и результаты работы, претендующие на научную новизну, полученные лично автором и выносимые на защиту, состоят в следующем:

- Предложена Российская модель создания венчурной индустрии на основе обобщения опыта участия государства в создании венчурной индустрии США, Израиля, стран Евросоюза (и прежде всего в Финляндии), Новой Зеландии, Сингапура, Китая и др., а также с учетом ретроспективного анализа практики развития частно-государственного партнерства в поддержке инновационной активности в России.

- Предложены практические меры по совершенствованию деятельности ОАО «Российская венчурная компания» (далее – ОАО «РВК») в рамках предложенной Российской модели создания венчурной индустрии:

- совершенствование проведения конкурсных отборов фондов для соинвестирования;
- участие ОАО «РВК» в корпоративном управлении компаний, получивших инвестиции от фондов, созданных с участием ОАО «РВК»;
- механизмы инвестирования средств ОАО «РВК» и фондов с ее участием;
- создание для ОАО «РВК» известного в мире бренда, способствующего привлечению в российскую венчурную индустрию частных зарубежных инвестиций и скорейшей интеграции российской венчурной индустрии в мировую;
- постинвестиционное сопровождение фондов с участием ОАО «РВК»;
- элементы стратегии развития ОАО «РВК» на следующее пятилетие.

- Обоснована необходимость изменения действующего федерального законодательства, имеющего отношение к инновационной деятельности и

инвестициям, в целях адаптации его к подтвердившей свою эффективность международной практике ведения венчурного бизнеса и снижения рисков инвесторов и транзакционных издержек. Обосновано положительное влияние введенного в корпоративное законодательство России института квалифицированных инвесторов. Институт квалифицированных инвесторов позволяет в рамках закрытых паевых инвестиционных фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций (ЗПИФ ОРВИ) инвестировать в такие фонды средства пенсионных фондов и страховых компаний, а также дает возможность постепенно наполнять венчурные фонды денежными средствами и расширять состав и структуру активов венчурных фондов.

- Предложена уточненная модель участия государства в реализации инновационных проектов в рамках объявленной стратегии помощи через частно-государственное партнерство.

РАБОЧАЯ ГИПОТЕЗА ИССЛЕДОВАНИЯ основывается на введении понятия Российской модели создания венчурной индустрии, которая стремится к состоянию совершенной венчурной модели, которое достигнуто в США и частично в Израиле и Финляндии, и реализуется через механизм частно-государственного партнерства.

ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ.

- Введено понятие и раскрыто содержание Российской модели создания венчурной индустрии, которая основана на замещении государственными инвестициями временного недостатка частных инвестиций на ранних этапах развития венчурной индустрии. Модель ориентируется на максимизацию роста стоимости и капитализацию инновационных компаний, а также на высокую доходность для частных инвесторов, при ограничении на доходность вложений со стороны государства.

- Даны характеристики реализации Российской модели создания венчурной индустрии через механизм фонда венчурных фондов на основе частно-государственного партнерства. Выявлены и охарактеризованы роли

государства и частного бизнеса в партнерстве. Предложена методология совершенствования системы реализации модели частно-государственного партнерства на основе международных практик использования национальных венчурных моделей.

- Предложены практические меры по совершенствованию модели государственной поддержки венчурного бизнеса в рамках предложенной Российской модели создания венчурной индустрии. Практическая реализация Российской модели создания венчурной индустрии на примере модели фонда венчурных фондов ОАО «РВК» доказала свою работоспособность благодаря активному инвестиционному процессу создания венчурных фондов на основе частно-государственного партнерства.

ПРАКТИЧЕСКАЯ ЗНАЧИМОСТЬ. Практическая значимость работы состоит в выработке методологических принципов и конкретных практических рекомендаций по совершенствованию моделей и программ, реализуемых государственными структурами по поддержке инновационной деятельности и венчурной индустрии России. Результаты работы нашли свое применение при разработке концепции, запуске и реализации механизмов поддержки венчурной индустрии Министерством экономического развития Российской Федерации, в том числе рекомендации уже нашли свое применение для государственного фонда венчурных фондов ОАО «РВК»:

- разработка и развитие механизмов и моделей государственной поддержки становления венчурной индустрии России;
- стратегическое планирование, управление программами инновационного развития, в том числе совершенствование методик проведения конкурсных отборов и развития инвестиционных механизмов ОАО «РВК»;
- разработка рекомендаций по улучшению практики реализации российской модели поддержки венчурной индустрии с учетом положительного российского и зарубежного опыта.

АПРОБАЦИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ. Основные результаты работы изложены автором в докладах, на круглых столах и конференциях молодых ученых в ГУ ВШЭ (2007 г.), а также на бизнес-конференциях (Форум по государственной политике в рамках Североамериканского саммита по венчурному капиталу 2008 г. и др.), посвященных проблемам государственных программ поддержки венчурного финансирования. Всего состоялось более пяти выступлений. Практические результаты диссертационного исследования апробированы для ОАО «РВК», для которого были разработаны модели совершенствования механизмов поддержки венчурного капитала, рекомендации по повышению эффективности на основе зарубежных практик, а также разработана методологическая база по запуску инвестиционных моделей. Результаты исследования использовались в учебных курсах «Проектное финансирование» и «Венчурный капитал» ГУ ВШЭ. Основные положения диссертационного исследования нашли свое отражение в научных работах автора общим объемом более 3 п.л.

ОБЪЕМ И СТРУКТУРА РАБОТЫ. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии (128 источников). Работа содержит 28 рисунков и 11 таблиц. Объем диссертации составляет 157 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обосновывается актуальность темы диссертации, формулируются цели и задачи исследования, описывается степень проработанности тематики и теоретическая база исследования, раскрываются научная новизна и практическая значимость диссертации.

В главе 1 - «Варианты венчурной модели» - охарактеризованы особенности венчурного бизнеса, вводится и раскрывается понятие «совершенная венчурная модель», а также используемые в мире национальные венчурные модели, направленные на достижение ими состояния совершенной венчурной модели. Предпринимается попытка на основе анализа мирового опыта дать ответ на вопрос, какой должна быть роль государства в создании венчурной индустрии, а также в движении к совершенной модели.

Венчурная индустрия как элемент Национальной инновационной системы. Венчурная индустрия России превращается в значимый элемент Национальной инновационной системы и ее роль повышается при переводе экономики на инновационную модель развития в результате обеспечения непрерывного роста стоимости инновационных компаний и эффективной комбинации цикла воспроизводства знаний и венчурного капитала.

Совершенная венчурная модель. Дж. Ноэлом введено понятие *совершенной венчурной модели*, как подсистемы национальной инновационной системы, которая представляет собой совокупность элементов венчурной индустрии и механизмов их взаимодействия, направленных на ее формирование, функционирование и дальнейшее устойчивое развитие без прямого участия государства, как своего рода экономической экосистемы. Определяются базовые характеристики совершенной венчурной модели, которые состоят в возможности ее самовоспроизводства за счет ориентации на рост стоимости и капитализации, как главного критерия успеха.

Ключевую роль в запуске и настройке венчурной индустрии играет государство, о чем свидетельствует анализ создания и развития венчурной индустрии различных стран. На основе обобщения мирового опыта и с учетом классификации моделей эволюционного развития венчурной индустрии раскрываются измеримые показатели состояния и динамики развития российской венчурной индустрии в увязке и по отношению к мировому опыту государственной поддержки и уровню развитости венчурного капитала в других странах. Опыт США в данном направлении составляет 45 лет, Европы — 25 лет, Израиля — 15 лет, России — 5 лет.

Выявлено, что на пути к построению совершенной венчурной модели, работающей как экосистема, Россия должна будет пройти (как это произошло в Европе) этап эволюционного развития, необходимым условием достижения которого являются согласованные программы совместных действий государства и частного бизнеса на основе партнерства.

Модели построения венчурной индустрии, применяемые в мире. Эффективным инструментом развития венчурной индустрии является ориентация на максимальное включение частного бизнеса в решение государственных задач, что показывает проведенный анализ трех классов государственных программ поддержки венчурного капитала и создания венчурной индустрии: (1) уникальная модель SBIC (США); (2) классическая модель фондов фондов (Израиль, Евросоюз, Великобритания, США, Новая Зеландия и Сингапур); (3) модель прямой поддержки через государственные фонды (Финляндия, Китай); а также обобщающий анализ мировых практик, выполненный Экономической комиссией ООН. При этом государство играет ключевую роль в создании механизмов партнерства, адекватных условиям развития и историческому опыту развития инновационной сферы и венчурной индустрии данной страны.

Международная практика и опыт показывает, что особенно успешной (с точки зрения отдачи бюджетных инвестиций и сроков) является модель, в

рамках которой государственный капитал предоставляется в доверительное управление на основе частно-государственного партнерства с ориентацией на рост стоимости, капитализацию и доходность, как главный критерий успеха. Целью модели является накопление необходимой критической массы инвестиционного опыта в частном секторе и запуска расширенного воспроизводства венчурного капитала, в том числе с участием капитала с глобальных рынков.

На основе ретроспективного анализа зарубежного опыта, его увязки со спецификой России и сравнения трех классов государственных программ сделан вывод, что наиболее предпочтительным с точки зрения эффективности (по отдаче от вложений и срокам) представляется реализация классической модели государственного фонда венчурных фондов на основе модели Yozma (Израиль). Аналоги данной модели реализуются в Великобритании (ECF), США (CRF) и в настоящее время в России.

Обобщение параметров моделей построения частно-государственного партнерства позволило выделить ключевые параметры модели фонда фондов с учетом мирового опыта (рис. 1).

Ключевые параметры модели государственного фонда венчурных фондов

| | | |
|---|---|---|
| Формирование венчурных фондов | 10-15 фондов | 2-5 фондов в первые 3 года 1-2 фонда после первых 3 лет |
| Объем государственных средств программы | 200-600 млн. долл. | Объем одного фонда 20-120 млн. долл. |
| Государственная доля в партнерстве с частным бизнесом | 30-70% от объема одного фонда | Опцион частным инвесторам на выкуп гос. доли через 5 лет по ставке 4,5-5% годовых |
| Конкурсный отбор партнеров программы | Решение принимают опытные профессионалы венчурной индустрии | Скорость проведения тендеров: 1 конкурсный отбор в год |
| Объем инвестиций в одну компанию | 0,5-4 млн. долл. | Инвестиционный период 3-5 лет 10-20 портфельных компаний |
| Успешный опыт различных стран | Израиль (Yozma 1993) США (CRF 2000) Великобритания (ECF 2005) | Успешность определяется исполнением опциона и формированием индустрии |

Рисунок 1. Ключевые параметры модели государственного фонда венчурных фондов

Критериями отбора фондов для соинвестирования частным бизнесом и государством с учетом мирового опыта являются:

(1) привлечение иностранных инвесторов и специалистов в области венчурного финансирования, обладающих положительным опытом венчурных инвестиций;

(2) тщательная оценка потенциальных частных инвесторов, включая требование наличия отечественных финансовых институтов с высокой репутацией;

(3) оценка управляющей команды венчурного фонда, её опыта и успешности в прямых и венчурных инвестициях;

(4) оценка бизнес-плана, инвестиционной стратегии и инвестиционного меморандума создаваемого фонда соинвестирования и его четкой ориентации на рост стоимости и капитализацию;

(5) четкая ориентация фонда и управляющей команды на высокую доходность и дальнейшую работу без участия государства;

(6) наличие у фонда бизнес-партнеров и сети контактов, обеспечивающих возможность для притока инвестиционных сделок (dealflow) и выхода из инвестиций.

Определены значения критических стратегических показателей:

(1) объем прямых и венчурных инвестиций в ВВП – не менее 0,3% ВВП;

(2) доля инвестиций в НИОКР в ВВП – не менее 3% ВВП.

В главе 2 – «Российская модель создания венчурной индустрии» - рассмотрено развитие отдельных элементов и государственных программ на различных этапах становления венчурной индустрии России. На основе понимания традиций и текущего состояния российской венчурной индустрии сделана попытка определить принципы российской модели создания венчурной индустрии с участием государства, а также принципы построения отношений бизнеса и власти в этой области. С учетом того что основой Российской модели создания венчурной индустрии в настоящее время

является фонд венчурных фондов ОАО «РВК», сделана попытка детального анализа его деятельности за период работы — с 2006 г. по начало 2010 г.

Становление венчурной индустрии в России. На основе анализа программ частно-государственного партнерства российского правительства по содействию становлению и выбору механизмов развития венчурной индустрии и принципов построения партнерства «бизнеса и общества» в 1992—2009 гг. выделены три этапа становления рынка венчурных инвестиций в России. Для первого этапа (1994—2000 гг.) были характерны ориентация государства на создание базовых элементов венчурной индустрии, направленная на финансирование НИОКР в соответствии с приоритетами, выбранными государством, и определение курса на коммерциализацию технологий. На этом этапе в российскую инновационную сферу пришли первые частные венчурные инвестиции, сначала зарубежные, а затем и российские. Вторым этапом, пришедшийся на 2000—2005 гг., был направлен на создание инновационной инфраструктуры и первых государственных финансовых институтов для финансирования сид- и стартап-стадий компаний в партнерстве с частным бизнесом, а также на попытку создания льготных условий налогообложения для малых инновационных компаний. Третий этап, начавшийся в 2006 г. и продолжающийся в настоящее время, стал этапом активной работы по запуску крупных государственных корпораций, созданию фондов фондов, отраслевых и региональных венчурных фондов. На этом этапе динамика роста государственных инвестиций превысила динамику роста частных венчурных инвестиций, что привело к определенной деформации модели, в рамках которой государственные инвестиции рассматривались в качестве катализатора притока, а не замены частных венчурных инвестиций.

Российская модель создания венчурной индустрии. Вводится понятие Российской модели создания венчурной индустрии с участием государства, которая может быть определена как система механизмов финансирования инноваций в России и основой которой является замещение государственными

инвестициями временного недостатка частных венчурных инвестиций. Модель ориентируется на максимизацию роста стоимости и капитализацию инновационных компаний, а также на высокую доходность для частных инвесторов при ограничении на доходность вложений со стороны государства. Модель характеризуется ориентацией на ведущую роль частного бизнеса в венчурной индустрии и ограниченной по значению и во времени ролью государства, инвестиции со стороны которого должны играть роль катализатора в привлечении частных венчурных инвестиций на этапе формирования устойчиво развивающейся венчурной индустрии, в дальнейшем полностью ориентирующейся на самовоспроизводство и работу на глобальном рынке капитала без участия государства.

Представляется, что данная модель является своего рода, гибридной, так как она включает в себя лучшие зарубежные практики и опыт создания моделей венчурной индустрии с участием государства, адаптирована для России и объединяет лучшие элементы этих моделей. Следование данной модели ставит перед государством задачи по формированию конкретных приоритетов, инструментов, механизмов и сосредоточения усилий для перехода российской венчурной индустрии в режим самоподдерживающейся экономической экосистемы. Хотя российская модель создания венчурной индустрии основана на ориентации на рост стоимости и капитализации компании, как главный критерий успеха, необходима последовательная реализация данного принципа на практике.

Конечная цель российской модели создания венчурной индустрии с участием государства — сформировать в России устойчивый рынок частного российского и зарубежного венчурного капитала. Устойчивый рынок формируется за счет накопления с помощью частно-государственного партнерства критической массы венчурного опыта и историй успеха, и впоследствии снижается государственное участие и доходит до

эволюционного этапа, когда 100% венчурной индустрии в России обеспечиваются частным капиталом.

Новые отношения бизнеса и власти: частно-государственное партнерство. Выявлены и охарактеризованы роли государства и частного бизнеса в партнерстве. Роль государства состоит в:

- (1) активном участии в создании инфраструктуры для развития инновационных компаний;
- (2) выделении денежных средств на развитие института финансирования инноваций и инфраструктуры инновационной деятельности;
- (3) выделении денежных средств для замещения временного дефицита частного венчурного капитала;
- (4) выделении денежных средств на покупку результатов работы венчурных компаний и самих компаний в качестве выхода из инвестиций для частных инвесторов;
- (5) создании привлекательных для российских и зарубежных инвесторов условий развития венчурной индустрии за счет внесения изменений в корпоративное законодательство, которое регулирует трастовые отношения, фидуциарную ответственность и т.п.

Роль частного бизнеса состоит в:

- (1) осознании необходимости адаптации к приоритетам государства при условии сохраняющегося приоритета ориентации на рост стоимости инновационных компаний и их капитализацию;
- (2) активном участии в развитии российской венчурной индустрии и превращении ее в воспроизводящуюся и самоподдерживающуюся экосистему;
- (3) скорейшей интеграции российской венчурной индустрии в мировую в результате использования в качестве главного ориентира финансовых показателей эффективности и доходности инвестиций.

ОАО «Российская венчурная компания», как основа российской модели создания венчурной индустрии. Проведен детальный анализ работы российского фонда венчурных фондов ОАО «РВК» с капитализацией в 30 млрд руб., впервые используемого в практике России с 2007 г. при реализации программ поддержки инновационного развития и венчурного финансирования. Этот фонд создан с учетом лучших мировых практик и сегодня наряду с госкорпорацией «Роснано» представляет собой основу российской модели создания венчурной индустрии с участием государства.

Размер инвестиций ОАО «РВК» в отдельный венчурный фонд в обмен на 49% от общего числа инвестиционных паев составляет: от 600 млн руб. до 1,5 млрд руб. 51% объема средств, создаваемых венчурным фондом, должны привлечь отобранные в ходе конкурса управляющие компании, в том числе не менее 1% этих средств должны приобрести сами венчурные специалисты управляющих компаний за свой счет. Венчурные специалисты, участвуя собственным капиталом в формировании фонда, как следствие, имеют личную заинтересованность в успехе фонда, что служит дополнительной мотивацией и увеличивает эффективность его работы (рис. 2).



Рисунок 2. Принципиальная схема отбора управляющих компаний

ОАО «РВК» берет на себя часть рисков, большую, чем частные инвесторы фонда, ограничивая доходность государства путем предоставления инвесторам права выкупать принадлежащие ОАО «РВК» инвестиционные паи венчурного фонда исходя из доходности инвестиций всего в 5% годовых, но не выше среднегодового уровня инфляции, что обеспечивает дополнительный доход инвесторам.

Развитие ОАО «РВК» идет ускоренными темпами, доказательством чего является активный инвестиционный процесс созданных венчурных фондов. В 2007—2009 гг. были проведены 2 конкурсных отбора и сформированы 7 венчурных фондов на основе частно-государственного партнерства на общую сумму 19 млрд руб. Созданными фондами по состоянию на середину 2009 г. и проинвестировано 13 инновационных компаний на сумму более 1,3 млрд руб. Высокая положительная динамика проведения конкурсных отборов доказала работоспособность выбранной модели и подтвердила высокий отклик частного бизнеса на предложение ОАО «РВК» рынку (табл. 1.)

Таблица 1

Динамика показателей конкурсных отборов

| Показатели, млрд руб. | Первый конкурсный отбор | Второй конкурсный отбор | Динамика |
|---|-------------------------------|-------------------------------|--------------|
| Максимальная конкурсная сумма | 4,8 | 9,0 | +88% |
| Общий спрос рынка на инвестиции ОАО «РВК» | 26 | 48,9 | +88% |
| Количество претендентов | 12 | 18 | +50% |
| Количество венчурных фондов | 2 | 5 | +150% |
| Общая капитализация венчурных фондов | 6,061 | 12,922 | +113% |

Глава 3 – «Предложения по совершенствованию Российской модели создания венчурной индустрии» - посвящена совершенствованию российской модели формирования венчурной индустрии. Ключевыми элементами создания привлекательных условий для ведения венчурного бизнеса в России является совершенствование корпоративного законодательства, защиты прав инвесторов и снижение транзакционных издержек в России.

Совершенствование институтов и законодательства в сфере венчурных инвестиций в России. В 2008 г. в корпоративное законодательство России впервые введен институт квалифицированных инвесторов, позволяющий, в частности, в рамках формирования ЗПИФ ОРВИ инвестировать средства пенсионных фондов и страховых компаний в венчурный бизнес. Также вводится возможность постепенного наполнения венчурного фонда денежными средствами (аналог зарубежного понятия «commitment»); структура и состав активов венчурных фондов стали гибче, расширился список финансовых инструментов, используемых фондом.

Сравнительный анализ возможностей защиты прав инвесторов и акционеров в англо-саксонском и российском законодательстве показывает, что в российском законодательстве отсутствует множество возможностей, традиционных для акционеров при ведении венчурного бизнеса. Для решения этих противоречий были приняты поправки в законодательство об акционерных обществах с целью введения акционерных соглашений и, в частности, введение института соглашений акционеров, в которых для обеспечения защиты прав и снижения рисков венчурных инвесторов для них предусматриваются более широкие права, чем у других акционеров.

Совершенствование механизмов партнерства государства и общества. Перевод экономики России на инновационный путь развития, развитие соответствующих институтов и венчурной индустрии нашли поддержку со стороны государства. Разразившийся мировой финансовый, а

затем и экономический кризис не снизили приоритетности задачи перевода российской экономики на инновационную модель роста, напротив, инновационное развитие стало рассматриваться как ключевое направление выхода из кризиса, а сам кризис — как новая возможность ускорения этого перехода. К составляющим успеха относится обеспечение комплексности и сбалансированности функционирования и развития всех элементов инновационной системы, а также создание благоприятных условий для продуктивного взаимодействия науки и бизнеса, стимулирование последнего, то есть бизнеса, в инновациях. Необходимый для инновационного развития и успешной модернизации российской экономики вектор перемен уже задан.

Предложенная методология, основывающаяся на обобщении лучших практик построения моделей развития венчурной индустрии, исходит из того, что при создании и запуске государственной модели поддержки венчурного бизнеса необходимо опираться на методологическую базу и опыт других стран, а именно:

(1) определять и ставить четкие государственные цели, задачи и ожидания;

(2) добиваться общественного признания и широкого понимания культуры прямого и венчурного инвестирования, основанной на личном успехе предпринимателя, как магистрального пути перехода на инновационную модель развития;

(3) идентифицировать российские относительные преимущества инновационного развития и венчурной деятельности и опираться на них при разработке государственных программ;

(4) структурировать госпрограммы как нацеленные на успех, с четким выделением измеряемых критериев достижения поставленных целей;

(5) обеспечить формирование в России широкого круга управленцев и предпринимателей с серьезным венчурным инвестиционным опытом и историей успеха;

(6) обеспечить на практике независимость управляющих фондами при исполнении ими фидуциарной ответственности в отношении венчурных инвесторов;

(7) обеспечить гибкость программы и ее быструю адаптацию к изменяющейся в условиях кризиса ситуации в экономике России на основе постоянного мониторинга и выработки возможных действий;

(8) обеспечить высокий уровень информированности и качественное обучение в области венчурного предпринимательства всех лиц, принимающих решения, и других заинтересованных сторон.

Противодействие влиянию мирового финансового кризиса на российскую венчурную индустрию. Выявлены основные тенденции и тренды влияния финансового и экономического кризиса на развитие индустрии венчурного капитала, в частности: (1) прогнозируется снижение числа и величины сделок по слияниям и поглощениям компаний, профинансированных венчурным капиталом; (2) станет существенно сложнее поддерживать развитие портфельных компаний; (3) привлечение новых инвестиций для инновационных компаний усложнится, в особенности если компании находятся на ранних стадиях развития; (4) институциональные инвесторы, не получив вовремя возврат на уже сделанные инвестиции, сократят инвестиции в венчурные фонды; (5) одновременно институциональные инвесторы, встретившись со снижением доходности и возможностей инвестирования в традиционные активы, будут в большей мере заинтересованы в инвестициях в высокодоходные фонды прямых и венчурных инвестиций; (6) гораздо большее число управляющих венчурным капиталом компаний не смогут привлечь денежные средства, и конкуренция за средства институциональных инвесторов обострится; (7) на рынке появятся новые инновационные компании с продуктами и услугами, адаптированными к условиям кризисного и посткризисного развития экономики; (8) рынок выходов через IPO восстановится не раньше второй половины 2010 г.;

(9) рынок выходов через продажу стратегическим инвесторам встретится со снижением оценок приобретаемого инновационного бизнеса; (10) улучшатся возможности для инвестиций в компании, так как оценка их стоимости на входе в инвестиции в текущих условиях будет занижена.

В заключении обобщены основные результаты и выводы диссертационного исследования.

1. Венчурная индустрия России превращается в значимый элемент Национальной инновационной системы и ее роль повышается при переводе экономики на инновационную модель развития. Венчурная индустрия России обеспечивает непрерывный рост стоимости инновационных компаний на глобальном рынке на основе эффективной комбинации цикла воспроизводства знаний и венчурного капитала.

2. На пути к построению совершенной венчурной модели, работающей как экосистема, Россия должна будет пройти (как это произошло в Европе) этап эволюционного развития, необходимым условием достижения которого являются согласованные программы совместных действий государства и частного бизнеса на основе партнерства.

3. Раскрыто содержание Российской модели создания венчурной индустрии с участием государства, которая может быть определена как система механизмов финансирования инноваций в России, основой которой является замещение государственными инвестициями временного недостатка частных венчурных инвестиций. Модель ориентируется на максимизацию роста стоимости и капитализацию инновационных компаний, а также на высокую доходность для частных инвесторов при ограничении на доходность вложений со стороны государства. Модель характеризуется ориентацией на ведущую роль частного бизнеса в венчурной индустрии и ограниченной по значению и во времени ролью государства, инвестиции со стороны которого должны играть роль катализатора в привлечении частных венчурных

инвестиций на этапе формирования устойчиво развивающейся венчурной индустрии, в дальнейшем полностью ориентирующейся на самовоспроизводство и работу на глобальном рынке капитала без участия государства.

4. Практическая реализация Российской модели создания венчурной индустрии на примере модели фонда венчурных фондов ОАО «РВК» доказала свою эффективность благодаря активному инвестиционному процессу создания венчурных фондов на основе частно-государственного партнерства.

5. Обосновано положительное влияние института квалифицированных инвесторов, который позволяет в рамках формирования ЗПИФ ОРВИ инвестировать средства пенсионных фондов и страховых компаний в венчурный бизнес. Введена возможность постепенного наполнения венчурного фонда денежными средствами; структура и состав активов венчурных фондов стали гибче, расширился список финансовых инструментов, используемых фондом.

6. Обоснована необходимость при создании и запуске российской модели создания венчурной индустрии опираться на разработанную методологическую базу, опыт других стран и использовать в работе универсальные составляющие базиса успеха государственных программ.

7. Выявлены основные тенденции и тренды влияния финансового и экономического кризиса на развитие индустрии венчурного капитала. Государство в рамках предложенной модели может создать гибкий механизм мониторинга и поддержки венчурных фондов, созданных с его участием на период кризиса.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Работы, опубликованные автором в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАКом Министерства образования и науки РФ

1. Дмитриев Н.Н. Развитие института венчурных инвестиций в России на основе механизмов частно-государственного партнерства // Вестник РГГУ. 2009. №3 (сер. «Экономические науки»). С. 159—163. [0,4 п.л. (в соавторстве с Родионовым И.И., личный вклад автора 0,2 п.л.)]

2. Дмитриев Н.Н. РВК как форма государственной поддержки формирования института венчурных инвестиций в России // Корпоративные финансы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://ecsocman.edu.ru/data/002/853/1219/77_84_RodionovDmitriev.pdf, свободный. – Загл. с экрана. 2007. №3 С. 77—84 [0,4 п.л. (в соавторстве с Родионовым И.И., личный вклад автора 0,3 п.л.)] (дата обращения: 17.11.2010).

3. Дмитриев Н.Н. Модели формирования института венчурных инвестиций // Корпоративные финансы [Электронный ресурс]/ – Режим доступа: URL: http://ecsocman.edu.ru/data/406/627/1219/56_80_rodionov_dmitriev.pdf, свободный/ – Загл. с экрана. 2008. № 2(6). С. 56—80. [1,2 п.л. (в соавторстве с Родионовым И.И., личный вклад автора 0,9 п.л.) (дата обращения: 17.11.2010)]

Другие работы, опубликованные автором по теме диссертации

4. Дмитриев Н.Н. Модели венчурного финансирования в России // Четвертая межвузовская научная конференция молодых ученых «Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Стратегические

финансовые решения»/ под научн. ред. И.В. Ивашковской. М.: ТЭИС, 2008 — С. 104—112. [0,2 п.л. (в соавторстве с Родионовым И.И., личный вклад автора 0,1 п.л.)]

5. Дмитриев Н.Н. Модели формирования института венчурных инвестиций // АнгелИнвестор (The AngellInvestor). 2008. № 03(09) июнь-июль. С. 20—24. [0,3 п.л. (в соавторстве с Родионовым И.И., личный вклад автора 0,2 п.л.)]

6. Дмитриев Н.Н. Работа по развитию института венчурных инвестиций в России на основе механизмов частно-государственного партнерства // Финансовые технологии в управлении: Юбилейный сборник научных трудов кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова и её стратегических партнеров /под научн. ред. А.З. Бабылевой и др.00000 М.: МАКС Пресс, 2008 — С. 117—122. [0,2 п.л. (в соавторстве с Родионовым И.И., личный вклад автора 0,1 п.л.)]

Подписано в печать: 18.11.10

Объем: 1,5 усл.л.

Тираж: 100 экз. Заказ №315

Отпечатано в типографии «Реглет»

119526, г. Москва, пр-т Вернадского, 39

(495) 363-78-90