

ЛИТЕРАТУРА

1. *Акулич, И. Л.* Маркетинг : учебник для студ. экон. спец. вузов / И. Л. Акулич. – 6-е изд., испр. – Минск : Выш. шк., 2009. – 512 с.
2. Маркетинг в отраслях и сферах деятельности : учеб. пособие / под ред. Н. А. Нагапетьянца. – М. : Вузовский учебник, 2007. – 272 с.
3. *Шив, Ч. Д.* Курс МВА по маркетингу : пер. с англ. / Ч. Д. Шив, А. У. Хайэм. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 717 с.
4. *Цахаев, Р. К.* Основы маркетинга : учебник / Р. К. Цахаев, Т. В. Муртузалыева, С. А. Алиев. – М. : Экзамен, 2005. – 448 с. – (Учебник для вузов).
5. *Беляев, В. И.* Маркетинг: основы теории и практики : учебник / В. И. Беляев. – М. : КНОРУС, 2005. – 672 с.
6. *Мхитарян, С. В.* Отраслевой маркетинг / С. В. Мхитарян – М. : Эксмо, 2006. – 368 с. – (Высш. экон. образование).
7. *Тультаев, Т. А.* Маркетинг услуг : учебник / Т. А. Тультаев. – М. : ИНФРА-М, 2014. – 208 с.

Поступила в редакцию 23.05.18

И. С. Благущ

ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК ФАКТОР ИННОВАЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ СУБЪЕКТОВ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

В статье анализируются особенности и структура белорусского рынка венчурного капитала, специфика его регулирования, выявляется степень соответствия трендам, сложившимся в мировой венчурной индустрии, направления развития системы венчурного финансирования в Беларуси.

Финансирование является ключевым элементом системы поддержки инновационного процесса на всех его стадиях: как на этапе научных исследований и опытно-конструкторских разработок, внедрения в производство, так и коммерциализации. Решение проблемы ресурсного обеспечения инноваций в развитых рыночных экономиках достигается за счет создания многоуровневой системы разнообразных источников и методов формирования финансовых потоков. Они могут быть как внутренними (собственные средства компаний), так и внешними (привлеченные средства и заимствования); осуществляться в форме кредитов банков и инвестиционных фондов, выпуска облигаций или посредством дополнительной эмиссии акций, взносов, целевых поступлений.

Источники финансовых ресурсов для инноваций могут формироваться различными группами экономических субъектов, включая сектор государственного управления (центральный бюджет, внебюджетные фонды, финансы

местных органов власти, государственные заимствования, государственное имущество, государственные пакеты акций), частный сектор (финансовые и промышленные компании, финансово-промышленные группы, малый инновационный бизнес, инвестиционные и инновационные фонды). В развитых странах активно используются также средства некоммерческих организаций и физических лиц (опосредованно, через коллективных инвесторов, к которым относятся страховые компании, инвестиционные фонды, пенсионные фонды, кредитные организации, коммерческие банки).

Государственное финансирование играет особую роль в формировании основ и развитии национальных инновационных систем. Благодаря этому источнику появились не только прорывные кластерные научные исследования и разработки, принципиально новые продукты и технологии (такие как Интернет, телекоммуникации, биотехнологии), но и новые отрасли экономики.

Альтернативой государственному финансированию является рынок инноваций и венчурного капитала. Рынок венчура это лишь небольшой сегмент отрасли прямых инвестиций в акционерный капитал, но практически единственный источник финансовой поддержки инновационных компаний на самых ранних стадиях существования – от идеи до выхода и закрепления на рынке. Венчурное финансирование позволяет появляться новым предприятиям в тех сферах деятельности, которые считаются наиболее рискованными, и поэтому для них невозможно получить финансирование из традиционных источников, таких как банковский кредит или ссуда.

Использование венчурного капитала как альтернативного источника финансирования частного бизнеса началось в США в середине 50-х годов XX века. В настоящее время венчурный бизнес развился в мощную глобальную индустрию, превратившись в один из наиболее действенных инструментов поддержки реального сектора экономики. Он оказал огромное влияние на развитие таких отраслей промышленности, как полупроводниковая электроника, вычислительная техника, информационные технологии, биотехнологии.

Тем не менее единого подхода к определению понятий «венчурный бизнес», «венчурный капитал», «венчурное финансирование» до сих пор не существует.

По версии «Bloomberg Financial Glossary», венчурный капитал – это «тип инвестиций в акции быстрорастущих компаний, требующих значительного капитала, или в потенциально высокодоходные стартапы на условиях получения существенной (от 25 до 55 %) доли в акционерном капитале» [1].

В «Mattermark Dictionary of Venture Capital» категория трактуется более широко – как «рисковый капитал в форме займов и вложений в акции, предоставляемый частными инвесторами или специализированными финансовыми институтами новым или растущим компаниям» [2].

В отечественных публикациях венчур связывают обычно с высокотехнологичным сектором, подчеркивая, что «венчурный капитал – это рискованный капитал, используемый для осуществления прямых частных инвестиций,

который обычно предоставляется внешними инвесторами для финансирования новых растущих фирм, работающих в сфере наукоемких высокотехнологичных производств». Суть венчурного, или рискованного, бизнеса, по мнению белорусских авторов, заключается «в выделении прямых инвестиций малым и средним фирмам, разрабатывающим и производящим преимущественно наукоемкую продукцию и услуги, базирующиеся на высоких технологиях» [3, с. 25].

В зарубежных источниках наиболее общей и значимой его характеристикой является направленность на извлечение сверхприбылей в условиях неопределенности и риска. Такой бизнес интересует доходность выше среднего уровня, а идеологией является принцип «доходность – в обмен на риск», независимо от сферы приложения капитала. Кроме того, венчурный капитал из преимущественно «посевного» (*seed capital*) и «стартового» (*start-up capital*) перешел в более зрелые стадии развития бизнеса, став также «капиталом развития» (*development capital*) и «капиталом расширения» (*expansion capital*).

В белорусском законодательстве, которое венчурные организации относят к объектам инновационной инфраструктуры, нет четкого понятия венчурного бизнеса, коррелирующего с международным правом. Законы, регулирующие венчурное инвестирование в Беларуси, существуют уже 10 лет, но до сих пор не зарегистрировано ни одной частной венчурной организации.

«Положение о порядке создания инновационной инфраструктуры», Закон Республики Беларусь «О государственной инновационной политике» содержат определение венчурной организации как коммерческой, являющейся субъектом инновационной инфраструктуры, оговаривая, что предметом ее деятельности является финансирование инновационной деятельности. Для того, чтобы стать венчурной организацией в нашей стране, нужно сначала зарегистрироваться в качестве субъекта инновационной инфраструктуры. В юридической практике, как отмечают эксперты, нет ни одного субъекта венчурного рынка, зарегистрированного подобным образом. Белорусское законодательство до сих пор не регулирует венчурную деятельность как таковую, оперируя понятиями «венчурная организация» и «венчурный проект». По международным стандартам венчурная деятельность представляет собой инвестирование в рискованные проекты. В Беларуси венчурный проект – это инновационный проект, финансируемый венчурной организацией. Фактически, если инновационный проект финансирует банк или бизнес-ангел, то его нельзя отнести к категории венчурного. Тем самым в Беларуси формируются условия, при которых реально осуществляемые банками и бизнес-ангелами венчурные инвестиции, соответствующие мировым критериям венчурного бизнеса (высокорисковость и ожидание высокой доходности), не внесены в законодательное поле в привязке к понятиям «венчурная организация», «венчурный проект» и «инновационная деятельность».

Структура современного мирового рынка венчурного финансирования достаточно сложна. Венчурные фирмы, которые осуществляют рискованные инвестиции в разработку собственных инновационных продуктов и технологий, являются основным субъектом венчурного бизнеса. Они могут создаваться как инициаторами инновационного проекта с высоким риском, так и учреждаться крупными промышленными компаниями, в основном специализируясь на начальных стадиях инновационного процесса. Такие фирмы занимаются разработкой научно-технической идеи, ее апробацией, созданием образцов и моделей, но не могут осуществлять внедрение новшеств в массовое производство и их коммерциализацию. Их цель – не столько работа с проектом на рынке, сколько успешный выход из него, продав свою долю стратегическому инвестору.

В процессе развития венчурные фирмы могут неоднократно менять свой правовой статус: регистрироваться как частное предприятие, на этапе привлечения венчурного капитала преобразовываться в закрытое акционерное общество (ЗАО), на этапе выхода из венчурного проекта – в ОАО, после выхода возвращаясь к форме частного предприятия или ЗАО.

Собственно венчурным финансированием занимаются индивидуальные инвесторы (юридические и физические лица, осуществляющие капиталовложения в венчурные проекты) и финансовые посредники, аккумулирующие финансовые средства индивидуальных инвесторов и использующие их для венчурного финансирования. К первой категории субъектов рынка венчурного капитала относят институциональных (банки, финансовые и страховые компании, трастовые и пенсионные фонды) и неинституциональных инвесторов (университеты, научно-исследовательские лаборатории, корпорации), государство (например, через создание правительственных внебюджетных фондов) и частных лиц (бизнес-ангелы).

Основную часть сектора венчурного финансирования за рубежом формируют индивидуальные инвесторы и независимые венчурные фонды, которые создаются из таких источников, как капитал корпораций и страховых компаний, банковские кредиты, пенсионные фонды, сбережения домашних хозяйств. В отличие от первоначально возникшей американской модели венчурного финансирования (один инвестор – одна компания – объект) сегодня в мировой венчурной индустрии наиболее распространена схема, когда объединенные (синдицированные) средства нескольких инвесторов поступают под управление фонда, распределяющего их между несколькими проектами. Такая диверсификация снижает общий показатель риска, позволяя демонстрировать хорошие результаты, даже если некоторые проекты окажутся недостаточно успешными. Венчурный фонд принимает на себя коммерческие риски, страхуя инновационного партнера.

Обычно венчурные фонды скупают у инновационной фирмы контрольный пакет акций или долю в уставном капитале, обеспечивающую возможность влиять на ее научно-исследовательскую, производственную, сбытовую и финансовую деятельность. Вместе с деньгами венчурных фондов компании

получают их управленческий и коммерческий опыт, накопленный на множестве других проектов: в области финансового управления (финансовый учет и бюджетирование), производства, брендинга, маркетинга и сбыта, выстраивания системы корпоративного управления. При этом достигается увеличение рыночной стоимости проинвестированных компаний.

Как показала мировая практика, организационно-правовой структурой, идеально подходящей для венчурного фонда, является договор об ограниченном партнерстве. Фактически венчурный фонд представляет собой денежные средства, аккумулируемые на банковском счете финансового посредника или самого венчурного предприятия путем осуществления взносов его участниками и используемые на финансирование венчурного проекта. Часто венчурные фонды создаются как аффилированные (дочерние) структуры отдельными банками и страховыми компаниями. Такие структуры осуществляют инвестиции в интересах внешних инвесторов либо клиентов материнской компании.

Зарубежные венчурные фонды работают исключительно с инновационными предприятиями и проектами-стартапами, осуществляя инвестиции в ценные бумаги или предприятия с высокой или относительно высокой степенью риска в ожидании чрезвычайной сверхприбыли. Обычно такие вложения осуществляются в сфере новейших научных разработок и высоких технологий. В большинстве случаев 70–80 % проектов не приносят отдачи, но прибыль от оставшихся 20–30 % окупает все убытки, поэтому одновременно в портфель инвестиций включается несколько проектов.

Венчурный фонд аккумулирует средства нескольких инвесторов с целью диверсификации рисков, а управляет этими средствами профессиональная управляющая компания, которая выступает в роли посредника между инвесторами и компаниями-реципиентами. Как правило, управляющая компания занимается и сбором средств в фонд (*fund raising*).

В Беларуси практически все высокотехнологичные стартапы и инновационные продукты финансируются западными венчурными фондами. Государство, инициировав в 2010 году создание Белорусского инновационного фонда, наделенного правами венчурного инвестора, а затем создавая и собственными венчурными фондами, не оставляет права на ошибку принимающим решения в инновационной сфере, лишая рисковое финансирование его смысла. Получая финансирование из фонда, организация-реципиент должна обеспечить целевое использование и безусловный возврат средств, даже если проект не вышел на стадию коммерциализации с прогнозной рентабельностью (по условиям финансирования – не менее 40 %). При этом полный инновационный цикл от разработки до внедрения и выхода на рынок должен завершиться за 5 лет (средний срок окупаемости венчурных инвестиций за рубежом составляет 12 лет), а потенциал целевого рынка оцениваться на уровне не менее 300 млрд BYR в год.

В результате на практике венчурная деятельность в негосударственном сегменте в Беларуси ведется, но половина сделок, по данным опросов, структурируется за рубежом, каждая пятая – на основе взаимной договоренности контрагентов. Инновационные проекты, ориентированные на мировой рынок, продаются, но значительные финансовые ресурсы по каналам венчурного финансирования могут приходить в экономику страны в больших объемах и с другим результатом, если проекты будут структурированы по белорусскому праву. Это возможно, если регулирование деятельности участников венчурного рынка будет происходить на условиях, понятных и для зарубежных, и для отечественных инвесторов, которые должны получить минимальные стандартные гарантии, используемые в аттестационных сделках по всему миру.

Так, в Беларуси нет такого распространенного в зарубежной практике инструмента, как конвертируемый заем, и его невозможно прописать в договоре, поскольку корпоративное законодательство и законодательство об обществах запрещают конвертацию займа в акции. Когда финансирование для минимизации риска предоставляется в качестве займа, а проект оказывается коммерчески успешным, инвестору интересна не возможность возврата заемных средств, а их конвертация в акции уже состоявшейся компании на условиях, изначально оговоренных при предоставлении средств. В Беларуси иностранные венчурные инвесторы могут инвестировать только в акции и доли в капитале, то есть их активность сдерживается отсутствием полноценно действующего фондового рынка. Риск, связанный с неопределенностью результатов от рискованных вложений, удваивается правовой неопределенностью и сложностью реализации распространенных в мировой практике инструментов инвестирования из-за неразвитости рыночных институтов.

Государственная программа инновационного развития на 2016–2020 годы предусматривает меры, направленные на формирование и развитие венчурной экосистемы, но использует традиционные подходы к формированию прогнозных показателей. Так, по критерию «количество венчурных организаций» ставится задача поэтапного создания 6 венчурных организаций (по 1–2 в год) за период с 2017 по 2020 годы [4, с. 48].

В развитых странах это сотни государственных и частных фондов, в том числе – иностранных, а количество венчурных организаций практически невозможно точно определить, поскольку любая компания инвестирует в венчур.

Зарубежная практика свидетельствует, что государство не может играть главную роль в венчурном финансировании инноваций в национальной экономике, это сфера приложения ресурсов частного бизнеса. В западных странах это целая индустрия, состоящая из венчурных фондов, бизнес-ангелов, изобретателей, инновационных менеджеров и т.п. Мировой рынок венчурного финансирования обеспечил в 2017 году 155 млрд долл. рискованных инвестиций, что стало наилучшим результатом за последнее десятилетие. Средний объем сделок существенно варьировался по категориям инвестиций, охватывая, тем не менее, диапазон от 1 до 40 млн долл. (таблица) [5].

Средний объем инвестиций по сделкам на мировом рынке
венчурного капитала в 2010–17 гг., млн долл.

| Тип инвестиций | Годы | | | | | | | |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Посевная стадия | 7,0 | 7,2 | 7,0 | 7,0 | 10,0 | 12,0 | 12,0 | 14,5 |
| Серия А | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 3,0 | 3,5 | 4,1 | 5,0 | 6,0 |
| Серия В | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 1,0 |
| Серия С | 10 | 12,0 | 11,5 | 12,0 | 15,0 | 20,0 | 22,6 | 25,0 |
| Серия D+ | 12,2 | 14,9 | 16,0 | 16,0 | 27,0 | 35,0 | 26,5 | 40,0 |

Лидером мировой венчурной индустрии остаются США с годовым объемом венчурных инвестиций в 23 млрд долл., Азиатско-Тихоокеанский регион формирует 15 млрд долл., Европа – 5 млрд долл. [5]. Развитие информационных технологий приводит к формированию глобального рынка венчурного капитала, что создает не только новые возможности, но и дополнительные риски.

В нашей стране такая отрасль начинает постепенно формироваться, как с помощью частных инициатив, так и государственных. В 2011 году холдинг «Атлант-М» инициировал создание в Беларуси негосударственного венчурного фонда и учредил управляющую компанию «Зубр Капитал», работающую с фондами прямых инвестиций. Но компании-учредители частных венчурных фондов предпочитают регистрироваться не в Беларуси, а в оффшорах для минимизации налоговых отчислений и защиты имущественных интересов и прав инвесторов. Создание венчурного фонда в удобной юрисдикции субъекты венчурного бизнеса в частном сегменте считают более выгодным и более безопасным вследствие сложившейся в стране практики регулирования и отсутствия полноценной индустрии венчурного бизнеса, предпочитая на белорусскую управляющую компанию возложить обязанности по поиску и рассмотрению проектов.

В мировой практике инновационный процесс, в зависимости от его этапа, финансируется разными категориями венчурных инвесторов. На первом этапе, когда появляется разработка, изобретение либо бизнес-идея, инвестиции осуществляют бизнес-ангелы (физические либо юридические лица, инвестирующие в проекты на ранней стадии). Затем, на более поздних этапах, подключаются венчурные и инвестиционные фонды, финансовые и экспертные инвестиции, средства которых идут на расширение проекта и его масштабирование на новые рынки. Успешный венчурный проект, как правило, приобретает стратегическим инвестором. Крупные корпорации, которые не могут создавать собственные нововведения, приобретают малые и средние компании для использования их инновационных технологий или

устранения потенциально опасного конкурента. Целью любого венчурного инвестора в конечном счете является проведение успешного первичного размещения акций (IPO) на фондовой бирже. В Беларуси венчурный инвестор, войдя в проект на любой из этих стадий, не может оценить возможность выхода из него и найти способ это сделать, затруднена и оценка временного отрезка осуществления.

Формирование сегмента бизнес-ангелов как категории венчурных инвесторов, тем не менее, происходит. Пока их число недостаточно (около двух десятков, хотя требуются тысячи субъектов такого рода для функционирования отрасли). Создано первое формализованное общественное объединение «Сообщество бизнес-ангелов и венчурных инвесторов “БАВИН”».

В сегменте инновационных компаний и венчурного финансирования создано Агентство венчурных инвестиций, которое оказывает услуги по сопровождению проектов, содействует созданию и продвижению перспективных стартапов, помогая осуществлять подготовку бизнес-планов инновационных проектов, разработку документов, связанных с привлечением инвестиций, поиск венчурных инвесторов. Появляются международные венчурные фонды с российским и китайским участием. На отечественном рынке представлены не только зарубежные рискованные инвесторы, но и отечественные игроки. Последние проявляют интерес не только к венчурному инвестированию за рубежом, но и отслеживают появление перспективных стартапов на внутреннем рынке, создавая условия для их появления. Становлению венчурного бизнеса способствует появление инновационных инкубаторов.

Развитие отрасли венчурного финансирования затрудняют несформированность и противоречивость законодательства, регулирующего деятельность венчурных организаций; недостаточное число проектов, имеющих потенциальную мировую новизну и масштабируемость; неразвитость фондового рынка; отсутствие конкурентоспособного рискованного менеджмента мирового уровня; преобладание краткосрочного горизонта при планировании инвестиций. Венчурная индустрия в Республике Беларусь находится в стадии становления, создавая, тем не менее, новые возможности для расширения и диверсификации источников и механизмов финансирования инновационной активности субъектов национальной экономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Bloomberg Financial Glossary [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.businessdictionary.com/definition/venture-capital.html>. – Date of access : 14.04.2018.
2. Mattermark Beginners Dictionary of Venture Capital [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.mattermark.com/venture-capital-dictionary.html>. – Date of access : 14.04.2018.
3. Инновационная деятельность и венчурный бизнес : науч.-метод. пособие / И. В. Войтов [и др.]. – Минск : БелИСА, 2011. – 188 с.

4. Государственная программа инновационного развития Республики Беларусь на 2016–2020 гг. / под ред. А. Г. Шумилина. – Минск : БелИСА, 2017. – 149 с.
5. Global Analysis of Venture Funding: KPMG Enterprises Venture Pulse Q4 2017 Report [Electronic resource]. – Mode of access : venture-pulse-report-q4-17.pdf. – Date of access : 20.04.2018.

Поступила в редакцию 24.04.18

Л. В. Запольская

АНАЛИЗ ОПЫТА ПОДДЕРЖКИ БЕЗРАБОТНЫХ ЗА РУБЕЖОМ

Четверть века Беларусь находится в условиях флуктуирующей безработицы. Однако до сих пор в республике отсутствует четкая политика в области поддержки трудоспособных людей, потерявших работу, страхование по безработице, при этом пособие по безработице составляет лишь около 13 % бюджета прожиточного минимума. Отсюда представляется важным изучение механизмов поддержки безработных за рубежом.

Выработанные в странах мира *механизмы защиты от безработицы* обеспечивают людям, потерявшим работу, поддержку доходов в течение определенного периода времени. Целью этих механизмов является предоставление частичного замещения утраченного дохода в результате временной безработицы, позволяя получателю поддерживать определенный уровень жизни, пока человек найдет подходящую работу, а также оказание помощи в поиске работы путем применения ряда стимулирующих мер и услуг. В рамках большинства систем, денежные выплаты предоставляются только в случае вынужденной безработицы (она не включает случаи, когда работник увольняется по собственному желанию без справедливой причины или когда работник намеренно способствовал своему увольнению) и ограничены по сроку; в рамках многих систем они сочетаются с такими услугами, как поддержка, консультирование в поиске работы и возможностями для улучшения, обновления и развития знаний и умений. В «бескризисное время» такие механизмы направлены на то, чтобы удовлетворить потребности лиц, чья потеря работы отражает базовый уровень текучести кадров на рынке труда, и, таким образом, на то, чтобы играть ключевую роль в поддержке мобильной занятости и стимулирования структурных изменений в экономике. В дополнение к обеспечению гарантированного дохода для безработных системы защиты от безработицы могут также помочь защитить их от перехода в неофициальный сектор экономики и поддержать их в поиске новой работы, на которой они смогут продуктивно применить свои знания и умения.