

СТРАТЕГИЯ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Постановка проблемы. В структуре отечественных предприятий инновационные проекты, включенные в портфель, могут быть реализованы, прежде всего, в форме приобретения лицензий и освоения новой приобретенной технологии, а также за счет привлечения специалистов (это соответствует фактическому приобретению know-how). Практика показывает, что приобретение лицензии экономит время, необходимое для разработки и коммерциализации новой технологии. Особенно это важно в случае, когда продукты этой технологии будут иметь короткий жизненный цикл. Весь комплекс документации и прав на использование технологии представляет собой в этом случае нематериальные активы.

Разработки же альтернативных проектов собственными силами самого предприятия связаны с большими затратами средств (оплата отвлеченных на длительный срок ведущих специалистов, большие затраты на оборудование исследовательских лабораторий) и времени (4-6 лет), причем такая альтернативная технология совсем не обязательно может оказаться коммерчески успешным проектом или может за время разработки существенно морально устареть. В общем объеме затрат на разработку новой технологии [2] научная составляющая в среднем занимает 33,5 %, а патентование и лицензирование около 4,6 %. Стоимость разработки дизайна и изготовления конструкторско-технологической документации составит около 24 %, маркетинговые исследования для анализа реакции рынка на появление новой продукции – 6,6 %. Следует также учесть, что всегда существует опасность неудачи, коммерческой несостоятельности новой технологии и т.п. Международный опыт свидетельствует, что 40 % новых товаров массового потребления не находят спроса (хотя для новых

инвестиционных товаров и услуг этот показатель в два раза ниже), причем треть востребованной продукции быстро теряет покупателей.

Рациональное решение такого рода проблемы заключается в рассмотрении характера финансирования портфеля инновационных проектов в рамках действующего на конкретном рынке предприятия.

Цель статьи. Автором рассматриваются основные стратегические проблемы венчурного финансирования инновационных проектов на предприятии.

Изложение основного материала. При наличии документации о финансовых и технических характеристиках технологии оценка финансирования и эффективности её реализации на конкретном рынке может быть проведена традиционным для условий развитых экономик способом:

пусть общая капитализация предприятия будет равна K , а стоимость технологий K_{Ti} определяется произведением $g_i \cdot K_{3Pi}$, где g_i и K_{3Pi} соответственно удельная стоимость приобретения прав на использование интеллектуальной собственности – технологии и оценка экономически полезных знаний (например, оформленных в виде пакета документации) и прав для данной технологии, $i = 1, 2, \dots, n$:

$$K_{Ti} = g_i \cdot K_{3Pi}.$$

Очевидно, что K_{Ti} является в случае приобретения технологии единовременным (паушальным) платежом. Аналогично можно представить структуру оплаты нематериальных активов на условиях роялти.

Необходимые инвестиции для приобретения оборудования и капитальные затраты для i -го технологического решения определим как

$$I_i = \eta_i \cdot \Sigma_i \cdot \beta(K_{3Pi}),$$

где η_i и Σ_i – относительная доля и общий объем рынка сбыта i -го товара; $\beta(K_{3Pi})$ – удельная стоимость средств производства и капиталовложений на единицу продукции по i -той технологии [1].

Затраты на привлечение специалистов с учетом аренды персонала

$$Z_i = \gamma_i(K_{3\text{П}i}),$$

где γ_i – коэффициент, связывающий оценку нематериальных активов с затратами на привлечение специалистов.

Общий объем финансирования портфеля проектов формально определим как

$$F = \sum_{i=1}^N F_i = \sum_{i=1}^N \{I_i + K_{T_i} + Z_i\}.$$

Эффективность вложений вычислим из выражения

$$E = \sum_{i=1}^N \{\mu_i \cdot K_{3\text{П}i}\} \cdot \alpha_i \cdot \Sigma_i - \{r_c \cdot C_c + r_p \cdot C_p\},$$

где r_c и C_c , а также r_p и C_p – стоимости и объемы заемного и собственного капитала, $\mu_i \cdot K_{3\text{П}i}$ – удельный доход на единицу продукции по i -той технологии.

Это не значит, что нельзя применять приведенные методики для расчета объемов финансирования инновационных проектов, включаемых в портфель предприятия, но следует иметь в виду, что используемые для расчетов коэффициенты могут сильно отличаться от своих аналогов в развитых экономиках.

Как известно, роль новой технологии в успехе нового бизнеса заключается, прежде всего, в обеспечении уникального конкурентного преимущества её продуктами по сравнению с существующей продуктовой линейкой, или в возможности создать новый рынок. Если новая технология и её продукты способны создать особые условия для позиционирования нового бизнеса на рынках, то, очевидно, имеет смысл выделить этот бизнес и создать на основе этой технологии новое предприятие. В рамках инновационного портфеля новое предприятие создают также и в том случае,

если вся технологическая цепочка не может быть размещена (встроена) в производственной системе прежней компании, либо если квалификация и профессионализм работников прежней компании недостаточны для выполнения новых технологических операций.

Когда обсуждается проблема больших рисков при создании нового высокотехнологического бизнеса, включаемого в инновационный портфель предприятия, следует учитывать, что лишь около пятой части таких фирм закрываются в течение первых пяти–семи лет деятельности. Проблема в том, что большая часть новых фирм, не имеющих поддержки материнского предприятия, не демонстрирует необходимого роста производства и сбыта, что не позволяет получить ожидаемый высокий доход инвесторам. Таким образом, вложенный венчурный капитал консервируется, и инвесторы вынуждены ждать момента, когда такие фирмы выйдут в режим устойчивого роста, или им приходится примириться с потерей вложенных средств.

По нашему мнению, стратегия инвестирования ряда высокотехнологических и высокорисковых вновь созданных дочерних фирм на базе новейших инновационных технологий должна заключаться в минимизации риска за счет диверсификации портфеля инвестиций. Главное условие – обеспечить уровень общего риска портфеля предприятия не выше допустимых границ. Возможность и целесообразность инвестирования в инновации рекомендуется определять, исходя из следующих критериев:

1. Инвестировать рационально сразу в несколько проектов (портфель проектов) высокотехнологических фирм.

Для выбора этих проектов рассматривать следует значительно большее их число.

Рационально, как свидетельствует международная практика, фиксировать размер инвестиций в каждый проект малого высокотехнологического предприятия определенными границами. Если для венчурных фондов развитых стран оптимальные инвестиции - это десятки тысяч (нижняя

граница) и несколько миллионов (верхняя граница) долларов США, то в условиях Украины это могут быть несколько меньшие суммы.

Каждый портфель проектов следует ограничивать по отраслевому принципу, что существенно облегчает управление и взаимную поддержку менеджмента разных проектов.

Для управления проектами необходимо создать команду управленцев. При этом основной акцент необходимо делать на мотивацию управленцев, их заинтересованность в успехе реализации проектов, поскольку создание и продвижение на рынок высокотехнологического предприятия связано с большими усилиями и затратами времени участников проектов.

Все проекты портфеля по возможности следует располагать в структуре инкубатора, то есть обеспечить им географическое соседство и возможность взаимной поддержки, а также поддержку вспомогательными службами, созданными для целей реализации данной портфельной стратегии.

Следует обратить внимание на тот факт, что создаваемые для целей портфельного инвестирования в высокотехнологический бизнес венчурные фонды обычно предпочитают финансировать уже развитие деятельности (начальный рост) и расширение новых компаний. Это связано с очень высоким риском финансирования начальных стадий развития технологий и их оформления в действующее малое предприятие. Кроме того, при формировании инновационного портфеля предприятия следует учитывать, что разработка новых инновационных технологий и процесс создания отдельного малого предприятия для инвесторов не представляют коммерческого интереса. Однако это не означает, что потенциальные инвесторы не отслеживают появление новых технологий, включаемых в инновационные портфели предприятий, и не стараются поддерживать контакт с разработчиками технологий и топ-менеджерами перспективных в их понимании предприятий на основе новейших технологий. Если высокотехнологическое предприятие успешно проникает на рынок, а на его

инновационные продукты формируется растущий спрос, инвесторы (венчурные капиталисты), как правило, предлагают инвестиционную программу на условиях, которые приемлемы для собственников предприятия и самих инвесторов. Целью в этом случае со стороны инвесторов является вывод перспективной компании на IPO (Initial Public Offering) – первичное размещение акций по открытой подписке. Если доля акций инвестора компании продается по устраивающей его цене, он, как правило, отдает свою часть контроля над предприятием. При этом следует иметь в виду и особенности венчурного финансирования, осложняющие отношения между участниками проектов. Это высокий ожидаемый среднегодовой процент возврата (от 20-30 до 40-50 %), который инвестор рассчитывает получить при продаже своей доли бизнеса. Кроме того, слишком активное вмешательство инвесторов в процедуры управления предприятием, как показывает и отечественная, и западная практика, способно приводить к существенным конфликтам.

Предприятие, которое управляет портфелем инновационных проектов (главный партнер), может вносить в инвестиционный фонд не более нескольких процентов средств, остальные инвесторы, не занятые управлением фондом (ограниченные партнеры), вносят основную долю средств. Прибыль (после возврата пайщикам их начальных взносов и оговоренных процентов – обычно на уровне 120-150 % банковской ставки депозита) в конце срока реализации проекта между главным партнером и остальными партнерами, как правило, делится в соотношении 20 % к 80 %. Расходы главного партнера (обычно 2,5-3 % от инвестированных в фонд средств) состоят из зарплаты персонала, аренды, обеспечения коммуникаций и командировок, а также затрат на экспертизу проектов и обучение персонала. Долю акций главного партнера в инвестируемом предприятии (обычно не менее 15-25 % и не более 40 %) рассчитывают, исходя из соотношения суммы инвестиций и стоимости бизнеса (инвестируемого предприятия), приведенных на время планируемого выхода инвестора из бизнеса. Законодательство стран, где развит венчурный

бизнес, предусматривает, что каждый инвестор платит налог только после получения своей доли прибыли из фонда. А фонд не платит налог на прибыль после продажи долей инвесторов.

В 2001 году Закон Украины “Об институтах совместного инвестирования (паевые и корпоративные инвестиционные фонды)” исключил венчурные фонды из списков плательщиков налога на прибыль и НДС. Налоги следует платить лишь при распределении доходов на инвестиционные сертификаты фонда при его фактической ликвидации. Если распределенный доход будет у физических лиц, то они будут платить лишь подоходный налог.

Особого внимания, по нашему мнению, заслуживает проблема финансирования начальных стадий инновационного портфеля высокотехнологических предприятий, где риск потери инвестиций, по данным зарубежных источников, от 66 % и выше (для сравнения всего 20 % на стадии устойчивого роста). Кстати, сравнимы оценки риска инвесторов при вложениях в разработку технологии (70 %) и в действующие фирмы (20 %) [3,4]. Опираясь на международный опыт, необходимо активнее привлекать к инвестированию в венчурный бизнес частных инвесторов (неформальных – “ангелов”), предоставляя им льготы по налогообложению, в частности на подоходный налог (в США в зависимости от того, получен ли конкретный доход от сбережений или от прямых инвестиций налог составляет или 34 %, или 20 %). В Украине также желательно формировать так называемые “сети капитала”, которые могли бы на себя взять координацию финансовых запросов и предложений, осуществлять предварительный отбор и формулировку бизнес-предложений, включаемых в инновационные портфели предприятий, обучать организаторов нового бизнеса презентации частным инвесторам бизнес-планов.

Выводы. Таким образом, в Украине уже созданы предпосылки для создания системы финансирования инновационных проектов. Однако пока средства таких фондов в основном вкладывают в краткосрочные

инвестиционные проекты, реализующие в конечном итоге традиционную продукцию, что даёт возможность существенно снизить фискальное давление на развивающийся бизнес. Пока украинское законодательство, к сожалению, не позволяет в должной мере обеспечить как интересы инвесторов, так и учредителей высокотехнологических компаний. Кроме того, недостаточно развитый украинский фондовый рынок не готов для проведения высокодоходных первичных размещений акций по открытой подписке.

В этом контексте для украинских банков, страховых компаний и других корпоративных и частных инвесторов Украины следует создавать стимулы для того, чтобы они заинтересовались венчурным бизнесом. Но ещё более важным шагом в развитии венчурного бизнеса является создание среды бизнес-инкубаторов, где за счет государственного или долевого корпоративного финансирования разработчикам проектов и малым предприятиям могли бы оказать все необходимые услуги.

Справедливости ради следует сказать, что на Украине уже создаются специальные, финансируемые государством фонды для поддержки современных технологических разработок и начальных стадий формирования малых высокотехнологических предприятий, ибо стоимость экспертизы и анализа будущего рынка сбыта для каждого проекта, находящегося на начальной стадии, практически одинаковы. К сожалению, финансирование этой деятельности пока еще недостаточно интересно частным инвесторам. Представляется интересным также привлечение специалистов из структур и организаций, которые занимаются организацией продаж лицензий, на право пользоваться новыми технологиями для управления и поддержки такого рода фондов. Зарубежная практика показывает, что при успехе венчурного предприятия непременно поступят заказы на приобретение лицензий на использование его технологией. Фонды, занимаясь поддержкой венчурных фирм, таким способом формируют себе рынок.

Список литературы

1. Соколенко В.А. Санационная оценка рыночной стоимости предприятий Харькова. – НТУ ХПИ, 2001. – 320 с.
2. Шолохов В. Рост конкурентоспособности украинского машиностроения на международных рынках. // Деньги и технологии. – 2003. – С. 16-20.
3. Roberts, Edward B., *Entrepreneurs In High Technology: Lessons from MIT and Beyond*, Oxford University Press. New York, NY 1991, 124-159.
4. Thomas W. and Norman M. Scarbrough. “Sources of Equity Capital” in Zimmerer, *Entrepreneurship and New Venture Formation*. Prentice Hall, 1998, 376-418.

Шамота, Г.М. Стратегия венчурного финансирования портфеля инновационных проектов [Текст] / Г.М. Шамота // Проблемы і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – Т. 20. - С. 179–185.