

## МОДЕЛИ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ: МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

В статье структурированы существенные характеристики венчурного финансирования с учетом генезиса его объектов – интеллектуальных продуктов и инновационных проектов научно-технологической сферы. Предложена трактовка венчурного финансирования как экономической категории. Выделен ряд критериев моделей венчурного финансирования, на основе которых автором осуществляется их дифференциация в ведущих странах мира (прежде всего США и Европейском Союзе) и в России.

**Ключевые слова:** интеллектуальные продукты и инновационные проекты научно-технологической сферы, венчурное финансирование, методологический аспект, критерии, модели.

Как показывает опыт развитых стран мира, использование венчурных форм финансирования позволяет добиться наиболее быстрого развития наукоемких и высокотехнологичных отраслей экономики. Формирование национальной системы венчурного финансирования для России является объективной необходимостью.

Анализ отечественного и зарубежного опыта венчурного финансирования свидетельствует, что его объектом является финансирование разработок и проектов с повышенной степенью риска.

Во-первых, указанные особенности проявляются в целях и характере использования средств в инновационном процессе.

Во-вторых, существует большой риск потерять авансированный капитал в силу многих причин: непредсказуемость результата творческого процесса, без которого немислимо нововведение; возможные ошибки идеи, лежащей в основе инновационного проекта; трудности технической реализации проекта; непредсказуемая реакция рынка на появление новинки и т. д.

Отличие венчурного предпринимательства от других видов предпринимательской деятельности, которым также присущ риск, заключается в повышенном его уровне и особых методах разделения между такими участниками венчурного процесса, как, к примеру, инвестор и предприниматель. По сравнению с инвестициями, в частности, в свободно торгуемые акции, венчурные инвестиции обладают менее высокой ликвидностью, сопряжены со значительной информационной асимметрией, а значит, и более высокими инвестиционными рисками.

Этот высокий уровень риска в сфере венчурных инвестиций детерминирован прежде всего существенными особенностями интеллектуальных продуктов научной и научно-технологической сферы, обуславливающими непредсказуемость окупаемости затрат и получения доходов, сложности в разграничении прав на них при создании, а также высокий уровень неопределенности при реализации и использовании данных продуктов. В ряду этих особенностей правомерно выделяются:

- ограниченность материально-предметного воплощения;
- возможный неосязаемый характер;

<sup>1</sup> Кузнецова Марина Николаевна – аспирант Института экономики Уральского отделения РАН; e-mail: Vinarskaya-m@yandex.ru.

- нелинейность отражения окружающего мира;
- высокий технологический и научно-технический уровень;
- непредсказуемость и неочевидность научных открытий и изобретений;
- достаточно высокий уровень неопределенности, нелинейности затрат, сроков и результатов научных исследований и разработок;
- «неприсвояемость», «неотчуждаемость», нерасходуемость в потреблении и др. [3, с. 152–221].

Как экономическая категория венчурное финансирование отражает систему социально-экономических отношений между заинтересованными субъектами (агентами) по поводу финансового обеспечения реализации потенциала и коммерциализации интеллектуальных продуктов и инновационных проектов научно-технологической сферы, развития инновационных компаний, разделения рисков и взаимовыгодного распределения доходов [7, с. 116–125].

При анализе сущностных характеристик венчурного финансирования целесообразно, на наш взгляд, учитывать также следующие положения:

1. Сложность реализации потенциала, коммерциализации интеллектуальных продуктов как потенциальных и реальных объектов интеллектуальной собственности заключается в их происхождении, специфике творческого поиска, формирования и реализации творческого потенциала исследователей [5, с. 3–12].

2. Реализация потенциала интеллектуальных продуктов детерминирована разнообразной гаммой отношений, противоречий и прав субъектов-участников их создания, финансирования, разработки, оценки и коммерциализации [4, с. 98–111].

3. Немало теоретико-методологических и практических проблем в процессе вовлечения этих продуктов в экономический оборот возникает также в связи с разнородностью их воплощения и функционирования, их ме-

таморфозами. Нередко эти продукты могут одновременно сочетать в себе все или отдельные характеристики разновидностей их воплощения: в материально-вещественной форме, форме разнообразных прав и правомочий, услуг, ноу-хау. Их создание и коммерциализация сопряжена с целым комплексом условий на макро-, мезо- и микроуровне [6, с. 51–56].

Реализация этого потенциала интеллектуальных продуктов при соответствующих условиях может принести высокие доходы, но вместе с тем сопряжена и с высокими рисками. На основе интеллектуальных продуктов формируются инновационные проекты, для реализации которых необходимо венчурное финансирование.

В России формирование системы венчурного финансирования находится на начальном этапе, поэтому целесообразно изучение, обобщение и структуризация опыта передовых стран мира.

Выполненный автором анализ позволил выделить модели венчурного финансирования в ведущих странах мира (прежде всего в США, европейских странах). Определенное различие между ними можно проследить уже на примере применения понятия «венчурное финансирование» к тем или иным объектам и сферам инвестиций. В США данную сферу нередко ограничивают лишь ранними стадиями создания нового бизнеса и инвестициями в высокие технологии.

По определению Американской национальной ассоциации венчурного капитала (NVCA – National Venture Capital Association), «венчурный капитал – это капитал, обеспечиваемый фирмами, состоящими из профессионалов, вкладывающих такой капитал в молодые, быстрорастущие или реорганизующиеся компании, обладающие таким потенциалом, который поможет им развиваться в конкурентоспособных игроках на региональных, национальных или международных рынках» [15, с. 66–70]. Поэтому в США термин «венчурный капитал» служит для обозначения инвестицион-

ных вложений именно в компании, находящиеся на ранних стадиях развития, а также инвестиций в высокотехнологичные (high-tech) компании, не зарегистрированные на фондовой бирже [13].

Европейский опыт свидетельствует, что в этих странах практически не выделяются различия между понятиями прямых инвестиций и венчурного капитала, оба термина часто используются как синонимы. В Европе венчурные инвестиции включены в состав прямых инвестиций.

В результате проведенного сравнительного анализа нами выделены следующие критерии отличия моделей венчурного финансирования в США и европейских странах, на основе которых осуществляется их дифференциация:

- общий объем финансирования;
- объем финансирования в зависимости от стадии реализации проектов;
- приоритетные научно-технические направления финансирования;
- типология источников венчурного финансирования.

Венчурный капитал как альтернативный источник финансирования инновационного бизнеса зародился в США в середине 50-х гг. XX в. До настоящего времени США являются безусловным лидером в области венчурного бизнеса.

На рис. 1 представлена динамика венчурных инвестиций в США за период с 1995 по 2011 гг. (анализ выполнен автором на основе данных отчета компании PricewaterhouseCoopers и National Venture Capital Association (NVCA) [19].

Полученные результаты свидетельствуют о том, что после пика в 2000 г. венчурные инвестиции пережили спад. Такое стремительное снижение объемов венчурных инвестиций было вызвано банкротством в апреле 2000 г. ряда компаний, занимавшихся интернет-коммерцией, с которыми и был связан наблюдавшийся незадолго до этого резкий рост объемов инвестиций на венчурном рынке [1, с. 251]. Сокращение объема инвестиций в начале 2009 г. связано с кризисными явлениями в экономике. Венчурные инвесторы сосредоточили свои усилия на существующих компаниях, которые не способны выйти на самофинансирование из-за нестабильного рынка IPO и слабого рынка поглощений [19].

В Европе венчурный бизнес начал активно развиваться с начала 80-х гг. XX в. Динамика мобилизации капитала прямых (в т. ч. венчурных) инвестиций в Европе с 2000 по 2010 гг. представлена на рис. 2 [2]. При сопоставлении данных необходимо учитывать, как уже было отмечено, расхождения американской и западноевропей-

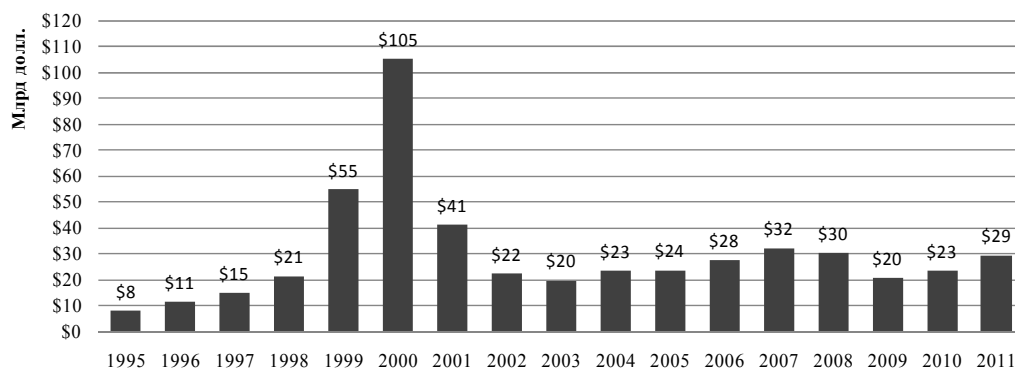


Рис. 1. Динамика и объем венчурных инвестиций в США с 1995 г. по 2011 г.

ской статистики по венчурному финансированию из-за различий в толковании прямых инвестиций («private equity»).

В целом в 2010 г. в Европе аккумулирован капитал прямых и венчурных инвестиций на сумму 20 млрд евро (для сравнения, в 2009 г. – 17,5 млрд евро; в 2008 г. – 80 млрд евро). Фирмы, управляющие венчурным капиталом, сформировали 48 фондов со средним объемом 47 млн евро (в 2009 г. – 54 млн евро) [17].

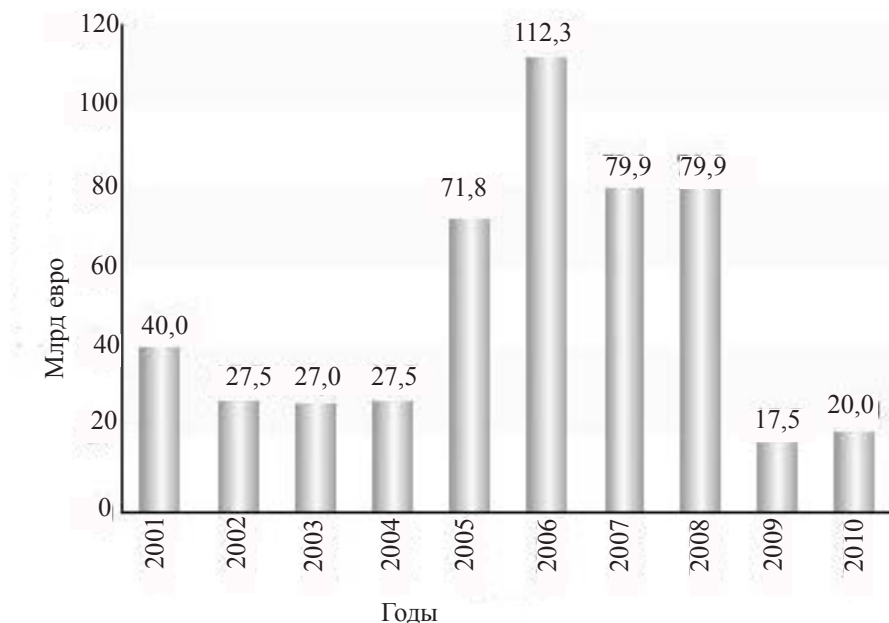
В 2011 г. объем венчурных инвестиций непосредственно в инновационные компании составил в Европе 3,66 млрд евро, что является самым низким показателем после 1996 г.

Объем капитала под управлением всех фондов, действующих на российском рынке прямого и венчурного инвестирования, достиг в 2011 г. 20,1 млрд долл. (для сравнения: в 2010 г. – 16,8 млрд долл., в 2009 г. – 15,2 млрд долл., в 2008 г. – около 14 млрд долл.) [2].

Объемы венчурных инвестиций в проекты и компании России за период 2003–2011 гг. отражены на рис. 3.

В целом по России после экономического кризиса объем венчурного финансирования инновационной сферы существенно сократился в 2009 г. и составил 507,9 млн долл. по сравнению с 1472 млн долл. в 2008 г. В 2010 г. произошло восстановление рынка венчурных инвестиций, при этом объем инвестиций в компании достиг уровня 2514 млн долл. В 2011 г. рост инвестиций продолжился, их общий объем составил 3083 млн долл. [16].

В первую очередь, существенное увеличение объема инвестиций связано с несколькими крупными сделками в сфере телекоммуникаций и финансовых услуг (около половины всего объема зафиксированных инвестиций) [2]. Помимо этого, по информации РАВИ, в ближайшие годы пла-



*Рис. 2. Динамика мобилизации капитала прямых (включая венчурные) инвестиций в Европе (2001–2010 гг.).*

нируется привлечение значительных объемов средств в новые фонды [2].

Тем не менее, безусловно, на сегодняшний день объем венчурных инвестиций в проекты и компании России, можно сказать, несопоставим с объемом аналогичных венчурных инвестиций в США: для сравнения, объем венчурных инвестиций в США в 2010 г. составил примерно 23,4 млрд долл., что превышает российский уровень более чем в 9 раз, в 2011 г. – 29,4 млрд долл., что превышает объем венчурных инвестиций в России за аналогичный период почти в 10 раз.

Поскольку венчурное финансирование высокотехнологичных проектов представляет собой сложный и длительный процесс, состоящий из нескольких стадий, объем финансирования в зависимости от стадии реализации проектов является еще одним важным критерием отличия моделей венчурного финансирования в ведущих странах мира.

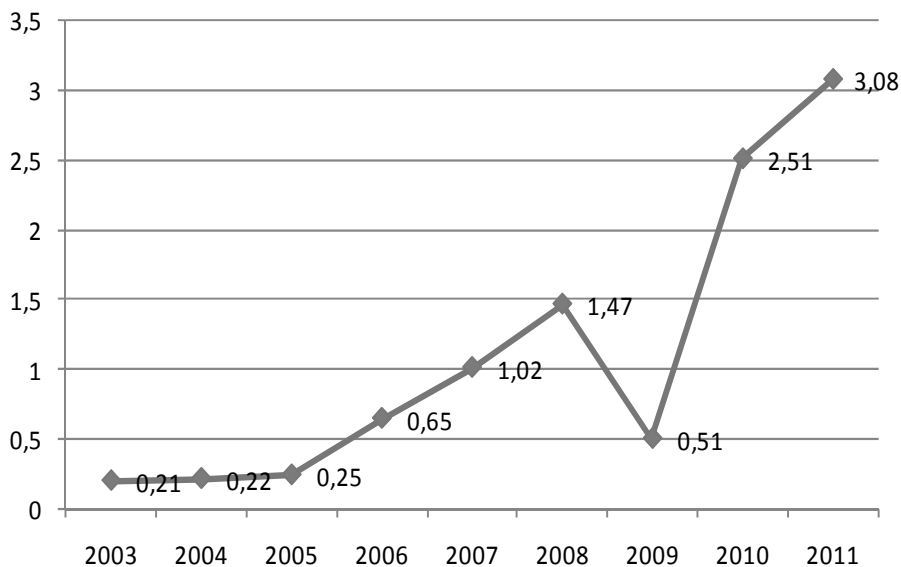
В соответствии с методологией Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования [2] и работами исследовате-

лей в области венчурного финансирования [11, 12], выделяют следующие стадии венчурного финансирования инновационных проектов:

- предпосевная стадия (pre-seed) [12] (выделяют не все исследователи);
- посевная (seed);
- начальная (start-up);
- ранняя (early stage);
- расширение (expansion);
- реструктуризация;
- поздние стадии;
- промежуточная «мезанинная» (mezzanine) стадия (выделяют не все исследователи);
- exit («выход»).

Общая продолжительность цикла от «посева» до «выхода» в развитых странах занимает примерно 5–10 лет.

Распределение венчурных инвестиций в США по стадиям реализации проектов представлено в табл. 1. Отличительной особенностью американской модели венчурного финансирования является значительная



Примечание: составлено автором по данным РАВИ [2].

Рис. 3. Объем венчурных инвестиций в РФ, млрд долл.

доля инвестиций на посевной, начальной и ранней стадиях реализации проектов. К примеру, инвестиции на посевной и начальной стадии составили 7,1 % от общей суммы венчурных инвестиций в 2010 г. и 3,6 % в 2011 г. [19] (табл. 1).

Анализируя объемы венчурных инвестиций в странах ЕС за 2008–2011 гг. по стадиям развития фирм – реципиентов, можно сделать вывод, что в целом венчурный

капитал, в отличие от США, используется для финансирования развития и модернизации существующего бизнеса. С 2009 г. наметилась тенденция сдвига распределения инвестиций в сторону более ранних стадий (в частности, за счет уменьшения доли выкупов в общем объеме прямых инвестиций) [2]. Распределение венчурных инвестиций в Европе по стадиям реализации проектов показано в табл. 2 [18].

Таблица 1

Объем и удельный вес финансирования инновационных проектов по стадиям в общем объеме венчурных инвестиций в США

Стадии	2007 г.		2008 г.		2009 г.		2010 г.		2011 г.		9 мес. 2012 г.	
	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%
Посевная и начальная	1826	5,7	1924	6,4	1883	9,2	1657	7,1	1056	3,6	561	2,8
Ранняя	6084	19,0	5701	18,9	4893	23,9	5870	25,1	8632	29,3	5823	29,1
Расширение	11 296	35,2	10 870	36,1	6805	33,3	8748	37,4	9772	33,2	7096	35,5
Поздние стадии	12 858	40,1	11 595	38,5	6869	33,6	7109	30,4	9983	33,9	6506	32,6
Итого	32 064	100	30 090	100	20 451	100	23 384	100	29 444	100	19 986	100

Таблица 2

Венчурные инвестиции в Европе по стадиям реализации проектов

Стадии	2007 г.		2008 г.		2009 г.		2010 г.		2011 г.	
	Объем инвестиций, млн евро	%	Объем инвестиций, млн евро	%	Объем инвестиций, млн евро	%	Объем инвестиций, млн евро	%	Объем инвестиций, млн евро	%
Посевная	194	3,2	288	4,4	139	3,7	123	3,4	162	4,4
Старт-ап (начальная)	2228	37,4	2475	37,9	1862	49,0	1798	49,7	1794	49,0
Поздние венчурные стадии	3539	59,4	3768	57,7	1796	47,3	1695	46,9	1705	46,6
Итого венчурные инвестиции	5961	100	6530	100	3797	100	3616	100	3662	100

В РФ в 2011 г. в компании, находящиеся на «венчурных стадиях» своего развития (т. е. посевной и начальной, а также ранней стадиях) зафиксированы инвестиции суммарным объемом примерно 272 млн долл. (табл. 3), что составляет 9 % от общего объема венчурных инвестиций. Для сравнения: сумма инвестиций в компании на данных стадиях составила 153 млн долл. в 2010 г. и 124 млн долл. в 2009 г., что равняется доле в 6 % и 24 % соответственно от общего объема венчурных инвестиций. Таким образом, в 2010–2011 гг. объем сделок на данных стадиях в абсолютном выражении демонстрировал значительный рост (в 2011 г. на 78 % по сравнению с 2010 г. и в 2,2 раза по сравнению с 2009 г.), однако их относительная доля в общем объеме инвестиций резко снизилась (примерно 9 % в 2011 г. и 6 % в 2010 г. против 24 % в 2009 г.) (табл. 3). Резкое снижение доли финансирования ранних стадий в 2010 г. связано с финансовым и экономическим кризисом, тенденцией вкладывать средства в поздние стадии с минимальным уровнем риска.

Следует отметить, что особенно значимой для российской экономики является поддержка научно-технологических

проектов на самых начальных их стадиях, поскольку, согласно данным РАВИ, приведенным в табл. 2 [2], доля инвестиций на посевной и начальной стадиях в 2010 г. составила всего около 0,9 % от общего объема венчурных инвестиций. Несколько улучшилась ситуация в 2011 г.: доля инвестиций на посевной и начальной стадиях достигла 4,2 %.

Сравнивая удельный вес финансирования на посевной, начальной и ранней стадиях по странам, можно сделать вывод о том, что в США и Европейских странах отмечается более равномерное распределение объемов венчурного финансирования по стадиям реализации проектов. В целом во всех странах сумма венчурных инвестиций на посевной и начальной стадиях значительно ниже, чем на поздних стадиях.

Венчурная поддержка инновационных проектов на самых ранних стадиях актуальна потому, что в России из-за системных проблем с резким сокращением отраслевой науки существует разрыв в цепи «фундаментальные исследования – прикладные исследования – разработки – производство», который не позволяет обеспечить эффективный трансфер научных результатов в сфере

Таблица 3

Объем и удельный вес финансирования инновационных проектов по стадиям в общем объеме венчурных инвестиций в РФ

Стадии	2007 г.		2008 г.		2009 г.		2010 г.		2011 г.	
	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%	Объем инвестиций, млн долл.	%
Посевная и начальная	42,12	4,10	67,81	4,61	13,29	2,60	21,52	0,86	129,18	4,20
Ранняя	66,18	6,50	93,95	6,38	110,46	21,7	131,78	5,24	143,03	4,64
Расширение	909,23	89,4	1310,65	89,01	314,15	61,9	2257,88	89,81	979,91	31,78
Реструктуризация	0	0	0	0	70,00	13,8	2,66	0,11	6,80	0,22
Поздние стадии	0	0	0	0	0	0	100,00	3,98	1823,85	59,16
Итого	1017,53	100	1472,41	100	507,9	100	2513,84	100	3082,77	100

НИОКР и доведение научно-технической продукции до ее коммерческого использования. Кроме того, финансирование фундаментальной науки осуществляется в недостаточной степени, на этой стадии затруднена финансовая поддержка проектов, и данная тенденция сохраняется [8, с. 5–40].

По критерию приоритетных научно-технических направлений финансирования, следует отметить, что основной объем венчурных инвестиций в США направляется в производство программного обеспечения, промышленность и энергетику, биотехнологии, производство медицинского оборудования, сферу СМИ и развлечений, IT-услуги. Отраслевые предпочтения европейских венчурных инвесторов в 2008–2010 гг. сосредоточились прежде всего в секторах наук о жизни, энергетике и окружающей среды, телекоммуникаций, производства компьютеров и бытовой электроники [2].

В отличие от структуры отраслевых предпочтений в США, где индустрия венчурного финансирования ориентирована на высокотехнологичные отрасли, европейские венчурные фонды более диверсифицированы и размещают инвестиции и в среднетехнологичных отраслях науки и техники.

Особенностью приоритетных направлений в российской модели венчурного финансирования является значительная доля сектора потребительских товаров в общем объеме венчурных инвестиций (50 % в 2011 г.). Второй по значимости отраслью венчурных инвестиций в России по результатам 2011 г. стала отрасль производства промышленного оборудования (16 %). За ней следуют отрасли телекоммуникаций (ИКТ) (11 %), финансовых услуг (8 %), компьютерной техники (7 %), энергетике (5 %) и химических материалов (2 %) [2].

Наряду с общим объемом венчурного финансирования и его распределением по стадиям, научно-техническими направлениями реализации проектов одним из ве-

дущих критериев отличия моделей венчурного финансирования в ведущих странах мира является типология источников венчурного капитала.

Система источников венчурного капитала в наиболее развитой форме представлена в США. В Соединенных Штатах индустрия венчурного капитала ориентирована, как уже было отмечено, на новые технологии и включает разнообразные типы инвесторов, таких как пенсионные фонды, торговые корпорации, страховые компании, частные лица, промышленные компании, различные благотворительные фонды. Помимо этого, источником венчурного капитала в США являются вложения зарубежных, в частности японских, инвесторов [10, с. 143].

Спецификой формирования капитала европейских венчурных фондов является ведущая значимость таких источников, как капитал коммерческих и клиринговых банков, других кредитных учреждений, – источников, не типичных для США. Например, в Германии в 90-х гг. и в конце XX в. банки предоставляли более половины венчурного капитала [10, с. 148–149]. В современных условиях доля банков в финансировании венчурных проектов компаний снизилась и составила 19 % в 2009 г. и 9 % в 2010 г.

Значительный вклад в формирование капитала венчурных фондов европейских стран вносят также пенсионные фонды (13,7 % в 2009 г., 12 % в 2010 г.), фонды фондов (12,5 % в 2009 г., 11 % в 2010 г.), правительственные агентства (10,2 % в 2009 г., 9 % в 2010 г.), страховые компании (9,5 % в 2009 г., 5 % в 2010 г.) [2].

Среди других источников капитала европейских венчурных фондов выделяют корпоративных инвесторов (6 % в 2009 г.), семейные офисы (6 % в 2009 г., 9 % в 2010 г.), частных лиц (4,4 % в 2009 г.), суверенные фонды благосостояния (1,6 % в 2009 г., 5,8 % в 2010 г.) и другие источники [2].

Примечательно, что в Европе в качестве источника венчурного финансирования вы-



ступают и суверенные фонды благосостояния (Sovereign wealth fund, SWF) – специальные денежные фонды, которые используются для стабилизации государственного бюджета в периоды снижения государственных доходов и/или для государственных нужд в долгосрочной перспективе [9].

Соответственно инвестиционная политика западноевропейских венчурных фондов ориентирована преимущественно на более традиционные и менее рискованные предпринимательские проекты.

Об источниках капитала российских венчурных фондов относительно полная информация может быть получена только по фондам, созданным в рамках государственных программ, число которых значительно превышает количество частных фондов прямых инвестиций.

Информация о структуре капитала некоторых российских венчурных фондов является закрытой в связи с опасением частных фондов потерять доверие инвесторов, внутренними учредительными и партнерскими договоренностями в фондах и т. п. Под российскими фондами в Обзоре рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2009 г. (РАВИ) понимаются фонды, работающие на постоянной основе в РФ (имеющие здесь головной офис или представительство), не менее половины капитала которых инвестировано в российские компании.

В целом в период 2003–2009 гг. в российских венчурных фондах наблюдалось преобладание зарубежных источников: их доля в 2003–2004 гг. составляла 89 %, в 2005 г. – 78 %, в 2006 г. – 76 %. В 2007 г. (по данным РАВИ [2]) известно о происхождении 25 % средств в российских венчурных фондах (являющихся зарубежными), в то время как источники остальных 75 % средств не указываются. В 2008 г. известно о происхождении 22 % средств российских венчурных фондов, из которых 10 % – российские источники, 12 % – зарубежные. Согласно имеющимся данным за 2009 г. о 80 % источников капитала российских

венчурных фондов, 53 из них были предоставлены зарубежными инвесторами, 27 – являются источниками российского происхождения [2]. В связи с этим существенно затруднена интерпретация данных и анализ тенденций аккумулирования венчурного капитала в России.

Согласно исследованию РАВИ, в структуре российских источников венчурного капитала преобладают государственные средства (денежные средства, поступившие из федерального и/или региональных бюджетов) и капитал институциональных инвесторов (в т. ч. государственные средства, поступившие через различные институты развития) [2].

Государственные источники финансирования малых и средних инновационных предприятий в России пока немногочисленны, но в последние годы наметилась тенденция к их активному развитию, в том числе в рамках института государственно-частного партнерства. В качестве примера можно привести государственный Фонд содействия развитию малых форм предпринимательства в научно-технической сфере, ОАО «РВК» (Российская венчурная компания), в том числе региональные венчурные фонды, созданные при участии Министерства экономического развития РФ. Подобные схемы инвестирования являются хорошей возможностью для венчурных капиталистов работать на рынке с относительно низким уровнем конкуренции. Вместе с тем следует отметить, что развитие этих институтов сдерживается недостаточным уровнем финансирования, не отличается динамизмом, осуществляется поддержка ограниченного количества проектов.

Основное различие по формированию венчурного капитала в России и США заключается в том, что источниками венчурного финансирования в нашей стране выступают прежде всего государственные средства. В России основным механизмом поддержки венчурных инвестиций является участие контролируемых государством

компаний в венчурных фондах, что снижает риски частных инвесторов и направлено на стимулирование привлечения частного капитала в сектор венчурных инвестиций страны [14].

Российские банки не предоставляют венчурное финансирование в связи с рискованностью таких операций, хотя с развитием инвестиционных кредитных организаций и обострением конкуренции на рынке ситуация может измениться.

В целом можно отметить, что объем привлечения средств от иностранных и российских инвесторов существенно меньше, чем в передовых странах мира. С одной стороны, это связано со сложностями при выходе из ранее проинвестированных фондами компаний (поскольку нередко докризисные вложения осуществлялись в ценовом диапазоне, неадекватном текущим экономическим реалиям). С другой стороны, как уже было отмечено, существует недостаток профессиональных команд среди управляющих компаний, имеющих четкую инвестиционную стратегию в условиях нестабильности современной экономики.

В отношении инвестиционной привлекательности российского сектора венчурного финансирования экспертами отмечается, что, несмотря на поступательное движение в последние годы российского рынка прямых и венчурных инвестиций, для иностранных инвесторов на данный момент, к сожалению, более привлекательными являются рынки других стран [16].

Таким образом, в результате осуществленного на методологической основе по определенным критериям исследования был выделен ряд специфических особенностей моделей венчурного финансирования в ведущих странах мира, прежде всего в США и Европейском Союзе.

Характерными чертами американской модели венчурного финансирования, под которым понимаются инвестиционные вложения в компании, находящиеся на ранних стадиях развития, а также инвестиции в

высокотехнологичные компании, не зарегистрированные на фондовой бирже, являются:

- значительный объем финансирования;
- существенная доля финансирования ранних стадий реализации проектов;
- преобладание венчурных инвестиций в высокотехнологичные отрасли экономики;
- разнообразие источников венчурного капитала.

Европейская модель венчурного финансирования, в рамках которой венчурные инвестиции понимаются как разновидность прямых инвестиций, характеризуется следующими особенностями:

- значительно меньший, по сравнению с США, объем финансирования;
- невысокая доля инвестиций на начальных стадиях реализации проектов;
- разнообразие научно-технических направлений венчурных инвестиций со значительной долей среднетехнологичных отраслей;
- существенная доля банков в структуре источников венчурного финансирования;
- наличие разнообразных источников венчурного капитала.

Большинство моделей венчурного финансирования в развитых странах строится с участием независимых фондов, аккумулирующих капитал различных финансовых институтов и инвестирующих в малые и средние инновационные предприятия. Помимо этого, развиты венчурные фонды, образованные самими финансовыми институтами, а также неформальный рынок венчурного капитала и крупных компаний (корпоративный венчуринг).

Для российской модели венчурного финансирования характерен небольшой объем и преобладание инвестиций на поздних стадиях реализации проектов, преобладание низко- и среднетехнологичных отраслей в

структуре венчурного финансирования, а также незначительное количество источников венчурного капитала.

Для развития инновационно-ориентированной экономики и формирования полноценной системы венчурного финансирования в России целесообразно реализовать

меры по расширению базы отечественных источников венчурного капитала и увеличению доли финансирования инновационных проектов с привлечением венчурного капитала, в особенности на посевной, начальной и ранней стадиях реализации проектов.

### **Список использованных источников**

1. Аллен К.Р. Продвижение новых технологий на рынок / пер. с англ. М.: Бином, Лаборатория знаний, 2007. 455 с.
2. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России : аналит. сб. РАВИ за 2003–2011 гг. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.allventure.ru>.
3. Волкова Т.И. Воспроизводство творческого потенциала науки. Екатеринбург: ИЭ УрО РАН, 2004. 410 с.
4. Волкова Т.И. Коммерциализация интеллектуальных продуктов научной сферы: институциональный анализ // Экономика региона. 2006. № 3. С. 98–111.
5. Волкова Т.И. Творческий потенциал науки как объект теоретического экономического исследования // Известия УрГЭУ. 2006. № 2. С. 3–12.
6. Волкова Т.И. Эндогенные факторы коммерциализации интеллектуальных продуктов научно-технической сферы // Инновации. 2009. № 11. С. 51–56.
7. Волкова Т.И., Кузнецова М.Н. Институциональные критерии оценки реализации потенциала интеллектуальных продуктов в системе венчурного финансирования // Экономика региона. 2012. № 3. С. 116–125.
8. Волкова Т.И., Усольцев И.А. Интеллектуальные продукты научной сферы: потенциал коммерциализации. Екатеринбург: ИЭ УрО РАН, 2010. 171 с.
9. Глобальные сценарии развития прямого и венчурного инвестирования : спец. выпуск EVCA. Апрель 2008 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.allventure.ru>.
10. Дагаев А. Венчурное финансирование инновационной деятельности / Инновационная экономика ; под ред. Дынкин А.А. и др. 2-е изд., исп. и доп. М.: Наука, 2004. 352 с.
11. Каширин А., Семенов А. Венчурное инвестирование в России. М.: Вершина, 2007. 331 с.
12. Котельников В. Венчурное финансирование. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cecsi.ru>.
13. Курс обучения венчурному предпринимательству. EVCA-РАВИ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.allventure.ru>.
14. Муслимова Г.Е. Мировые тенденции венчурного финансирования нанотехнологий: российские реалии, зарубежный опыт и возможность его адаптации // Управление экон. системами : электр. науч. журнал. 2012. № 3. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.uecs.ru/uecs-39-392012>.
15. Тусков А.А., Рожок И.А. Становление системы венчурного инвестирования в России // Экономика и управление. 2011. № 3. С. 66–70.
16. Электронная библиотека портала «Венчурная Россия». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.allventure.ru>.
17. Ernst & Young European Venture Capital Barometer (Европейский «Барометр венчурного капитала»). 2010.
18. EVCA Yearbook 2012. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.evca.eu>.
19. PricewaterhouseCoopers / National Venture Capital Association Money Tree™ Report, Data: Thomson Reuters. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nvca.org>.