

## ПРОЕКТНОЕ И ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК НОВЫЕ ФОРМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

**Шумак Ж.Г.**, ассистент кафедры экономики предприятий, УО «Полесский государственный университет», г.Пинск (Республика Беларусь)

В рамках совершенствования системы привлечения инвестиций для реализации дорогостоящих инвестиционных проектов в Республике Беларусь предполагается внедрять новые формы инвестирования, в том числе проектное и венчурное финансирование. О необходимости развития венчурной деятельности подчеркивается в различных нормативных и программных документах Республики Беларусь: Программа развития научно-инновационной деятельности в Республике Беларусь, Программа деятельности правительства Республики Беларусь на 2006-2010 гг.

К венчурной деятельности относят:

- деятельность венчурных фондов по аккумулярованию денежных средств инвесторов венчурного капитала;
- деятельность венчурных фондов по инвестированию венчурного капитала в реализацию венчурных проектов;
- деятельность предпринимателей (венчурных фирм) по реализации венчурных проектов, профинансированных венчурным фондом.

Венчурное финансирование и инвестирование осуществляется венчурными фондами, а также другими венчурными инвесторами, в роли которых, кроме венчурных фондов, могут выступать частные лица, банки, корпорации и др. (венчурные капиталисты).

Доход от инвестиций венчурные инвесторы получают в абсолютном большинстве случаев не в виде дивидендов, а в виде возврата инвестиций при продаже через несколько лет своей доли в проекте партнерам или другим заинтересованным компаниям.

Процесс венчурного инвестирования имеет определенную последовательность этапов (жизненный цикл венчурных инвестиций):

- 1) создание венчурного фонда;
- 2) отбор проектов и заключение сделок по их финансированию;
- 3) инвестирование;
- 4) послеинвестиционное управление и поддержка проектов, управление портфелем проектов;

5) управление выходом из бизнеса.

Процесс формирования венчурного фонда носит название "сбор средств". Размеры фондов колеблются от нескольких миллионов до нескольких сот миллионов долларов. Созданием и управлением венчурным фондом, как правило, занимается специализирующаяся на управлении деньгами управляющая компания, которая, как правило, имеет право на ежегодную компенсацию, обычно составляющую до 2,5 % от первоначальных обязательств инвесторов. Кроме того, управляющая компания может рассчитывать на так называемый процент от прибыли фонда, обычно достигающий 20%. [1]

После завершения сбора средств венчурного фонда начинается сам процесс «венчурирования» - практическая работа по поиску, нахождению, выбору, оценке и вхождению в инвестируемую компанию.

Процесс принятия решений по портфелю инвестиционных проектов содержит несколько процедур, включая:

- 1) оценку и отбор новых проектов и включение их в портфель,
- 2) периодический мониторинг отдельных проектов и обзор общего портфеля проектов,
- 3) принятие решений по продолжению (или прекращению) реализации отдельных проектов и разработку деловой стратегии по созданным новым продуктам, продаже результатов венчурного проекта.

Венчурные фонды инвестируют основную часть своих финансовых ресурсов в покупку корпоративных ценных бумаг, вплоть до контрольного пакета, но не через фондовую биржу, как это обычно делают портфельные инвесторы, а напрямую у предприятия. [1]

Выделяют следующие основные формы инвестирования в венчурные проекты:

- 1) инвестиции направляются в акционерный капитал закрытых или открытых акционерных обществ в обмен на долю или пакет акций;
- 2) финансовые средства предоставляются в форме инвестиционного кредита, обычно среднесрочного - по западным меркам на срок от 3 до 7 лет;
- 3) комбинированная форма венчурного инвестирования, при которой часть средств вносится в акционерный капитал, другая - предоставляется в форме инвестиционного кредита.

Чтобы содействовать росту курсовой стоимости ценных бумаг, фонд венчурного капитала принимает активное участие в управлении предприятием и в консультировании его руководства. Более того, нередко представитель фонда имеет право вето при обсуждении стратегических вопросов, что позволяет минимизировать риск принятия непродуманных решений.

Прибыль венчурного капиталиста возникает лишь тогда, когда по прошествии 5-7 лет после инвестирования он сумеет продать принадлежащий ему пакет акций по цене, в несколько раз превышающей первоначальное вложение. Поэтому венчурные инвесторы не заинтересованы в распределении прибыли в виде дивидендов, а предпочитают всю полученную прибыль реинвестировать в бизнес.

Оценка зарубежного опыта позволяет выделить различные модели развития венчурной деятельности. Каждая модель определяется совокупностью средств, методов и мер государственного стимулирования венчурной деятельности в стране.

Рассмотрим методы и инструменты государственной поддержки венчурной деятельности в различных странах, а также возможности их использования в Беларуси.

Среди стран, добившихся значительных успехов в развитии венчурной деятельности, что позволило им выйти в лидеры по темпам инновационного и технологического развития и значительно повысить уровень конкурентоспособности национальных экономик, стоит выделить Финляндию, Израиль, Великобританию, Сингапур, Южную Корею, Китай и др.

С учетом специфики ситуации в Республике Беларусь, наиболее интересным является опыт Финляндии и Израиля, где на первых этапах формирования венчурной деятельности значение государства было ключевым.

В Финляндии формирование венчурной индустрии начиналось исключительно за счет государственных средств. Они использовались в качестве «посевого капитала». Главным финансовым учреждением, финансирующим начальный бизнес в высокотехнологичной сфере, стал финский Национальный фонд исследований и развития - SITRA. SITRA является гибридной программой, в рамках которой осуществляется как прямое финансирование начинающих фирм, так и вложение средств в региональные венчурные фонды. SITRA финансирует начинающие фирмы венчурным способом - в обмен на долю акций, от 15% до 40%, и на суммы от 200 тыс. до 2 млн. евро. В настоящее время в активе SITRA значится сотрудничество с 70 компаниями и участие в шести

региональных фондах, обслуживающих в основном университеты Финляндии. Ежегодные инвестиции из этого фонда составляют около 50 млн. евро. Как только компании проходят первый этап становления, в них начинают поступать частные средства. В суммарном объеме финансирования государственные средства составляют 10%, однако роль государственной поддержки сводится только к финансовым вложениям.

В Израиле венчурная индустрия существует около 14 лет. В 1992 г. правительство страны сформировало «фонд фондов», или инвестиционную компанию, которая получила название Yozma (что в переводе с иврита -инициатива). Миссия фонда с общим объемом финансирования 100 млн. долл. состояла в создании рынка венчурного капитала в Израиле. Данный «фонд фондов» был использован для капитализации 10 других венчурных фондов, каждый с капиталом 20 млн. долл. США. К формируемым фондам предъявлялось требование наличия американского или европейского партнера, которые бы обучали израильских коллег методике и принципам инвестирования, развития компаний и ведения дел фонда. В обмен они получали 8 млн. долл. США из фонда Yozma (или 40% своего бюджета). Остальные средства партнеры создаваемого фонда должны были найти самостоятельно. В случае успеха партнеры могли выкупить долю государства за символические проценты (7% от прибыли на эту долю). Программа Yozma оказалась очень успешной: 10 фондов были созданы в течение трех лет, а общие чистые инвестиции в них составили 256 млн. долл. США, из которых 80 млн. долл. было профинансировано Yozma. Впоследствии 8 из 10 фондов были выкуплены частными соучредителями, и сам «фонд фондов» также приватизирован. К 2000 г их капитал за счет привлечения новых участников и полученных доходов превысил 2,9 млрд. долл. США. В целом же с 1993 по 2000 гг. в венчурные проекты привлечено 5 млрд долл. инвестиций и косвенно - еще около 7 млрд. долл. В результате, благодаря временному использованию государственных средств Израиля, было привлечено финансирование, в 50 раз превышающее объем государственных инвестиций, а число технологических компаний превысило 4000. Таким образом, Израиль стал активным участником мирового технологического бизнеса. Следует выделить несколько факторов, способствовавших успешной реализации идеи создания региональных венчурных фондов в Израиле. Во-первых, Израиль не имел богатых природных ресурсов, и поэтому альтернативы в виде высокодоходных сырьевых отраслей не было. Во-вторых, в начале 1990-х гг. в Израиль эмигрировало около 900 тыс. граждан из бывшего СССР среди которых около 40% имели высшее техническое образование, а 25% - научные степени и опыт работы в государственных научных организациях. Эти трудовые ресурсы следовало эффективно задействовать в высокотехнологичной сфере.

Необходимо отметить, что создание с участием государства «фонда фондов» в развивающихся странах, где нет фондовой инфраструктуры и рынка капиталов, способно компенсировать «провалы рынка». Государство на этапе становления венчурной индустрии практически подменяет «бизнес-инкубаторов», которые являются основным источником финансирования на самой ранней «посевной» стадии.

Великобритания является безусловным лидером в Европе по развитию индустрии венчурного капитала. На нее приходится почти половина всех европейских венчурных инвестиций. Государство предоставляет венчурное финансирование через специальные программы или фонды, которые обязательно являются «фондами фондов». В Великобритании участие государства в венчурном финансировании осуществляется через Инновационный фонд высшего образования - Higher Education Innovation Fund, который был основан в 2000 г. и выделяет «посевное» финансирование для венчурных проектов, учитывая при этом региональные приоритеты. Средства выделяются на три года.

Сингапур разделяет риски венчурных инвестиций через Программу поддержки технологических инвестиций, которая предоставляет возможность для страхования потенциальных убытков инвесторов в начинающие компании. При наличии определенного статуса начинающая компания имеет право выпустить сертификат для своих инвесторов на инвестиции свыше 3 млн. сингапурских долл. Имея такие сертификаты, инвесторы могут в течение срока действия этих бумаг вычесть любые потери от инвестиций из своего налогооблагаемого дохода.

Весьма активны в стимулировании венчурного и инновационного бизнеса страны Восточной и Юго-Восточной Азии. Китай, например, предоставляет таможенные и налоговые льготы на 5-10 лет для организации и развития наукоемких отраслей в отдаленных районах, а также длительные налоговые каникулы в специальных экономических зонах. Правительство Южной Кореи помогает малым инвестиционным компаниям использовать оборудование крупных корпораций и государственных исследовательских институтов. Эти государства не только создали широкую сеть экспериментальных

научно-промышленных парков с льготным налоговым и таможенным режимом, но и практикуют дополнительные государственные венчурные капиталовложения. [2]

Все модели развития венчурной деятельности в зависимости от формы финансового участия государства можно разделить на четыре группы:

1) прямое инвестирование государственных средств в инновационные компании. Государство в лице различных региональных или центральных органов на основе конкурсного отбора выделяет наряду с частными инвесторами финансовые ресурсы в инновационные предприятия и проекты в обмен на долю акций в уставном фонде таких компаний или путем предоставления им кредитов. Вместе с другими инвесторами государство выступает владельцем инновационных компаний и в перспективе рассчитывает на долю прибыли. Недостатком данной модели являются потребность в значительных финансовых ресурсах, возможность поддержки бесперспективных фирм и хищения государственных средств чиновниками.

2) инвестирование государственных средств через венчурные фонды. Государство создает либо государственный венчурный фонд, осуществляющий прямое инвестирование в инновационные компании, либо фонд фондов, который размещает свои средства в частные венчурные фонды наряду с другими инвесторами. Государственные фонды пользуются всесторонней поддержкой правительства и дополнительными льготами. Однако данные фонды, как правило, испытывают дефицит квалифицированных управленческих кадров и ориентированы на прибыль в меньшей степени, чем фонды других типов. Хотя формально фонды этого типа являются коммерческими, правительство часто беспокоится о целях использования средств, отличных от достижения приемлемой отдачи от инвестиций. Создание фонда фондов, выступающего в роли посредника при передаче финансовых ресурсов от государства к частным венчурным фондам, позволяет избежать этих недостатков.

3) смешанные программы развития венчурной деятельности. Государство создает смешанный государственный венчурный фонд, участвующий в создании иных венчурных фондов наряду с другими инвесторами (банками, предприятиями др.) и осуществляющий прямое инвестирование в инновационные фирмы.

4) гарантийные программы развития венчурной деятельности. Государство дает венчурным инвесторам гарантии по возмещению возможных убытков, связанных с венчурными инвестициями в малые инновационные предприятия. Они могут быть реализованы как в форме гарантий по кредитам, займам, так и в форме возмещения потерянных инвестиций путем предоставления венчурным инвесторам определенных налоговых льгот.

Выбор конкретной государственной программы развития венчурной деятельности зависит от возможностей государственного бюджета, целей экономической политики государства, уровня развития рынка, институциональных условий, благоприятных для венчурной деятельности.

Зарубежный опыт свидетельствует, что в развитии венчурной деятельности существенную роль играет государство. В своей основе этот опыт вполне применим и в стимулировании венчурной деятельности Республики Беларусь.

Существующая система финансирования инновационной деятельности в Республике Беларусь в основном опирается на бюджетные источники. Доля внебюджетных источников составляет около 30%. Для увеличения уровня наукоемкости ВВП необходимо наращивать объемы не только бюджетного, но и внебюджетного финансирования. Для этого необходимо **развивать систему финансирования инновационных проектов**, в которую входят венчурные фонды.

Исходя из условий функционирования национальной экономики, а также используя зарубежный опыт венчурного финансирования в Республике Беларусь может быть применена модель государственной финансовой поддержки венчурной деятельности.

В соответствии с данной моделью, на первом этапе создается государственный фонд фондов, средства из которого будут направляться не напрямую в венчурные проекты, а на финансирование вместе с другими инвесторами (банками, предприятиями, страховыми компаниями и социальными фондами) частных и региональных венчурных фондов.

В основу модели положены следующие положения:

1) источниками финансирования государственного некоммерческого фонда фондов являются средства государственного и местных бюджетов;

2) фонд фондов участвует в формировании частных и региональных венчурных фондов наряду с другими инвесторами, причем его доля не должна превышать 50%;

3) государственная конкурсная комиссия проводит конкурс и выбирает управляющие компании, которые будут распоряжаться государственными и частными средствами, направляемыми для участия в венчурных фондах, и формировать портфель перспективных венчурных проектов;

4) для экспертизы, оценки и отбора венчурных проектов с целью включения их в портфель венчурного фонда управляющая компания создает экспертную комиссию из специалистов, имеющих соответствующие знания и квалификацию, и привлекает научных консультантов из тех сфер науки и технологий, куда предполагается направлять средства;

5) управляющая компания создает один или несколько венчурных фондов (по количеству сформированных инвестиционных портфелей), открыто привлекая средства других потенциальных инвесторов взамен на долю (пай) в одном из венчурных фондов данной управляющей компании.

На начальном этапе реализации модели венчурные фонды создаются с помощью государственных средств, но, как свидетельствует мировой опыт, по мере развития в стране венчурной деятельности управляющие компании будут способны формировать венчурные фонды полностью за счет частных инвесторов, без использования бюджетных средств.

Венчурная деятельность, в основе которой лежат финансирование и реализация венчурных проектов, направленных на разработку, создание нового продукта, новой технологии, техники и т.д. связана с высоким финансовым риском.

По форме распределения рисков проектное финансирование имеет большое сходство с венчурным финансированием. Однако по содержанию между ними наблюдаются существенные различия. Риски венчурного финансирования – это, прежде всего, инвестиционные риски, связанные с разработкой новых технологий и новых продуктов, которые носят научно-технический и коммерческий характер. Проектное финансирование имеет дело с известными технологиями и выпуском традиционных товаров и услуг (нефть, газ, золото и другие высоколиквидные товары). В нем преобладают проектные риски, связанные с задержкой ввода в действие мощностей, удорожанием строительства, низким качеством оборудования, строительных материалов и конструкций, неквалифицированным управлением сданных в эксплуатацию объектов.

Проектное финансирование представляет собой интегрированную форму долгосрочного кредитования без полного залогового обеспечения долговых обязательств заемщика, которые покрываются денежными доходами, получаемыми от эксплуатации запроецированного объекта. [3]

Гарантией для кредитора выступает экономический эффект от реализации проекта и частично функцию гарантий могут выполнять активы заемщика. Прибыль становится источником погашения долга заемщика и выплаты дохода на предоставленный в его пользование денежный капитал. При этом за предоставляемые льготы заемщик расплачивается частью получаемой прибыли.

В проектном финансировании используются все совокупности источников и методов финансирования инвестиционных проектов:

- банковские кредиты,
- эмиссии акций,
- паевые взносы в акционерный капитал,
- фирменные кредиты,
- облигационные займы,
- финансовый лизинг,
- собственные средства промышленных компаний (амортизационные фонды и нераспределенная прибыль).

В определенных случаях могут использоваться также государственные средства в виде государственных кредитов и субсидий, а также гарантий и налоговых льгот.

Проектное финансирование происходит в основном в форме совокупных кредитов, предоставляемых несколькими банками, образующими банковский пул (синдикат). При этом обеспечивается интеграция кредитных ресурсов необходимая для финансирования крупных проектов, связанных с разработкой природных богатств, созданием энергетических мощностей, строительством элитного жилья, автомобильных и железных дорог, аэропортов, объектов социальной и информационной инфраструктуры. Вместе с тем оно закладывает основу для диверсификации различного рода неинвестиционных (проектных) рисков по всем участникам финансирования проекта, например, таких, как задержка ввода объектов в эксплуатацию по организационным причинам, повышение цен на сырье и материалы и, следовательно, стоимости строительства. Большое число инвесторов снижает риск каждого из них в отдельности. Риски распределяются между заемщиком и кредиторами. Так, управление политическим риском ложится в основном на государственные органы. Технологические риски могут быть переложены на поставщиков

оборудования, а рыночные - на покупателей или связанных с ними сторон путем заключения специализированных контрактов.

В отличие от обычного кредитования, при котором источником возврата заемных средств является вся хозяйственная деятельность заемщика, включая доходы от эксплуатации профинансированного объекта, в проектном финансировании источником погашения заемных финансовых ресурсов служит только приток денежных средств, получаемых от реализации проекта.

Основными участниками проектного финансирования являются:

- 1) государство,
- 2) управляющая проектная компания,
- 3) учредители проектной компании (инициаторы проекта),
- 4) кредиторы (банки),
- 5) инвесторы,
- 6) поставщики товаров и услуг,
- 7) лизинговые компании,
- 8) подрядчики и субподрядчики,
- 9) покупатели продукции проекта,
- 10) страховые компании. [3]

Для финансирования проекта создается управляющая проектная компания, которая создается спонсорами (инициаторами) проекта исключительно в целях реализации проекта и выполняет роль единого расчетного центра, через который проходят все финансовые потоки. Получение всех видов кредитов и платежей, связанных с реализацией проекта, отражается на балансе этой компании.

Инициаторы (спонсоры) проекта вносят, как правило, 20-40% собственных финансовых ресурсов. Остальную долю требуемого кредита предоставляют привлекаемые банки (банковский синдикат).

Кредитные операции в рамках проектного финансирования характеризуются повышенным риском, так как банк обычно выдает кредит заемщику без права регресса (оборота) на последнего. Единственным источником вознаграждения банка являются доходы, получаемые от реализации инвестиционного проекта. В обмен на принятие проектных рисков коммерческий банк получает право на повышенный процент. Он рассчитывает на получение не только процента, но и предпринимательского дохода. В этом случае банк действует как предприниматель, принимая участие в разработке и реализации инвестиционного проекта, в управлении введенного в эксплуатацию объекта. Иногда в кредитном договоре банк резервирует за собой право на приобретение части акций предприятия, управляющего объектом инвестиционной деятельности. Высокий риск банка оправдан только в том случае, если инвестиционный проект обещает очень высокую прибыль.

Использование проектного финансирования предполагает широкое привлечение иностранных инвестиций, предоставляет возможность инициаторам инвестиционных проектов снизить затраты по погашению долгов, установить долгосрочные отношения с поставщиками сырья и материалов, уменьшить риски, связанные с поставкой оборудования, вводом объектов в эксплуатацию, обеспечить финансируемые объекты поддержкой национальных и международных кредитно-финансовых организаций.

Суть проектного финансирования заключается в многообразии и комбинировании источников финансирования и способов его осуществления с целью максимизации прибыли и минимизации рисков при соблюдении параметров осуществляемого проекта.

Перспективы расширения области применения проектного финансирования открываются на основе его симбиоза с венчурным финансированием, которое формирует малозатратное инновационное воспроизводство. Профинансированные инновационные решения, подтвердившие высокую эффективность, продвигаются затем на рынки новых технологий и продуктов, расширяется область и масштабы их применения. В то же время их внедрение не связано с инвестиционными рисками, которые элиминированы стадией венчурного финансирования. Все это делает указанные решения привлекательным компонентом проектного финансирования, которое в тесной связи с венчурным становится наиболее эффективной системой финансирования инновационного воспроизводства. Комбинирование схем позволяет различными способами снижать риски кредиторов и инвесторов, избегая при этом прямых заимствований из государственного бюджета, что имеет огромное значение в условиях острой потребности в инвестициях и ограниченности бюджетных средств.

Банки республики являются маломощными кредиторами, которые не в состоянии кредитовать крупномасштабные проекты. Поэтому проектное финансирование в Беларуси должно носить отчетливо выраженный интеграционный характер с привлечением зарубежных и в первую очередь российских финансовых ресурсов.

### **СПИСОК ИСТОЧНИКОВ:**

1. Мять С. Источники и формы развития венчурного капитала / С.Мять // Журнал международного права и международных отношений. – 2006. - №4.
2. Егоров С.А. Финансирование венчурной деятельности / С.А. Егоров // Финансы. Учет. Аудит. – 2006. - №10.с.30-32.
3. Ярмолович М., Кругленя А. Потенциал и механизмы перспективного развития. Проектное финансирование в Беларуси / М. Ярмолович, А. Кругленя // Финансовый менеджмент. – 2003. - №2. – с. 13-15.

### **РЕЗЮМЕ**

В статье рассмотрены такие формы инвестирования как проектное и венчурное финансирование, а также возможности их применения в Республике Беларусь. Рассмотрены методы и инструменты государственной поддержки венчурной деятельности в различных странах.

### **РЕЗЮМЕ**

У статті розглянуті такі форми інвестування як проектне і венчурне фінансування, а також можливості їх вживання в Республіці Білорусь. Розглянуті методи і інструменти державної підтримки венчурної діяльності в різних країнах.

### **SUMMARY**

In article are considered such forms of investment as design and venture financing, and also possibilities of their application in Belarus. Methods and tools of the state support of venture activity in the various countries are considered.