

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНОГО ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

В статье проведен теоретический анализ относительно молодого экономического явления – международного венчурного инвестирования. Автор исследует предпосылки его возникновения, выявление его характерных особенностей, субъектов и объектов, а также основных правил, функций и эффектов от международного венчурного инвестирования. Главным эффектом международного венчурного инвестирования является синергетический эффект, при котором оно наиболее оптимально воздействует на воспроизводственные процессы в национальных экономиках разных стран.

In article the theoretical analysis concerning young economic event – the international venture investment is carried out. The author investigates preconditions of its occurrence, revealing of its prominent features, subjects and objects, and also key rules, functions and effects from the international venture investment. The main effect of the international venture investment is the synergy effect at which it optimal influence on production in national economies of the different countries.

В современных условиях ускоренного развития научно-технической революции и крупномасштабного трансграничного перемещения капитала, глобализации производства и рынков конкурентоспособность товаров, предприятий и стран все в большей степени определяется способностью национальной экономики генерировать и внедрять новые технологии. Поэтому в настоящее время традиционная научно-техническая политика уступает место политике инноваций, сфокусированной на практическом применении и получении коммерческой отдачи от нововведений, что стимулирует возникновение новых типов компаний и соответствующих видов их финансирования, как, например, венчурного.

Венчурное инвестирование зародилось в середине прошлого века в США и уже стало объектом исследования в работах зарубежных и национальных исследователей, таких как В. Л. Аксенов [1], Ю. П. Аммосов [3], П. Г. Гулькин [7–8], Л. П. Дана [29], Ф. Девиль [10], А. Т. Каржаув [13], А. И. Каширин [14], Л. Н. Нехорошева [19]. Международное венчурное инвестирование получило распространение в последней четверти XX в., когда собственники средств одной страны стали вкладывать их в высокорисковые проекты в других странах. Так, в конце 70-х гг. в американские

Малашенкова Ольга Федоровна – доцент кафедры международных экономических отношений факультета международных отношений БГУ, кандидат экономических наук, внешний эксперт Белорусского инновационного фонда.

венчурные фонды поступило более 200 млн долл., пятая часть из которых принадлежала иностранным инвесторам [3, с. 100]. Являясь молодым экономическим явлением, международное венчурное инвестирование пока не стало объектом системного научного анализа. Настоящее исследование направлено на теоретический анализ и изучение предпосылок возникновения международной венчурной инвестиционной деятельности (в статье понятия «международная венчурная инвестиционная деятельность» (МВИД) и «международное венчурное инвестирование» используются в качестве синонимов), выявление ее характерных особенностей, субъектов и объектов, а также основных правил, функций и эффектов от международного венчурного инвестирования.

Общими *предпосылками* возникновения международного венчурного инвестирования стали глобальные процессы, происходящие в мировой экономике: либерализация торговли, транснационализация производства, интеллектуализация экономики, формирование единого информационного пространства, интернационализация стандартов, формирование мировой финансовой системы, формирование международной финансовой инфраструктуры [15]. Специфическими именно для венчурной сферы предпосылками стали следующие обстоятельства: отсутствие или недостаточное количество в рамках национальных экономик привлекательных для венчурного инвестирования объектов и отраслей, отсутствие или недостаточное количество венчурных инвестиционных средств и их источников, отсутствие или низкий профессионализм венчурных управляющих [3, с. 330; 29, с. 20]. Важной предпосылкой также явилось существование международных аутсорсинговых моделей, при которых индийские, китайские и другие диаспоры в США и других развитых странах отправляли заказы на выполнение высокотехнологичных проектов на свою родину [3, с. 268]. Участие ТНК в процессе международного венчурного инвестирования носит стратегический характер – венчурные фонды являются для таких компаний «компонентом глобального инвестиционного портфеля, стимулирующего развитие информационно-коммуникационных технологий за счет финансирования новаторских разработок» [25].

Характерные черты международной венчурной инвестиционной деятельности и наиболее полное представление о ней как системе может дать системный подход, исследующий МВИД как целостную систему и как элемент системы большей общности с точки зрения взаимосвязанных критериев (направлений).

С точки зрения **элементного критерия** МВИД выступает как совокупность национальных систем венчурного инвестирования различных стран, которые взаимодействуют между собой на международном уровне. Такое взаимодействие через постоянную циркуляцию инвестиций, кадров, знаний и технологий обеспечивается с помощью международных рынков.

Структурный критерий предполагает установление структурных характеристик системы. МВИД является многоуровневой, и ее основу составляют экономические отношения по поводу производства знаний, их коммерциализации и потребления в рамках национальных систем венчурного инвестирования. МВИД как целостная система имеет определенные направления своего развития, однако она не развивается в отрыве от национальных экономик.

Структура МВИД обладает *иерархичностью*, в ней достаточно четко выделяются различные системные уровни:

- уровень государственных институтов в национальных системах венчурного инвестирования;
- уровень специализированных саморегулируемых организаций, формирующих ценности, правила и традиции системы;
- транснациональный уровень – уровень деятельности венчурных субъектов с их внутренними системами.

В то же время МВИД характеризуется *неравномерностью* развития в разных регионах планеты.

Функциональный критерий состоит в выявлении круга деятельности системы в целом и ее компонентов. С этой точки зрения МВИД как система имеет общую цель – удовлетворение потребностей субъектов. Однако в разных подсистемах эта цель модифицируется в зависимости от предъявляемых требований. Так, появление новых венчурных управляющих компаний не является самоцелью, а является частью процесса управления венчурными инвестициями для удовлетворения возрастающего спроса со стороны высокотехнологичных компаний и венчурных фондов.

Интегративный критерий заключается в выяснении целей системы, противоречий ее функционирования, путей и способов разрешения этих противоречий, выявлении основного звена, которое обеспечивает сохранение объекта исследования как целостной системы.

Коммуникативный критерий определяет характер близости связей с другими системами. МВИД является подсистемой в системах более высокого порядка – в системе международных экономических отношений, в системе общественного воспроизводства, в системе факторов-ресурсов, в системе инвестиционных ресурсов. Поэтому МВИД тесно взаимосвязана с ними и подчинена закономерностям и тенденциям, формирующимся в процессе функционирования вышестоящих систем. Однако, в соответствии с принципом объективности, хозяйственные связи, в которые вступают между собой субъекты МВИД разных стран, формируются в конечном счете независимо от их желания. Это объясняется тем, что для того, чтобы установились подобного рода устойчивые отношения, должны сложиться объективные условия:

- с одной стороны, необходимые предпосылки, т. е. такие условия, которые вынуждают субъектов национальных систем венчурного инвестирования разных стран регулярно вступать в определенные экономические отношения между собой прямо (непосредственно) или косвенно (опосредованно);
- с другой стороны, достаточные возможности, т. е. такие средства, ресурсы, механизмы, наличие которых обеспечивает устойчивое осуществление взаимодействия субъектов национальных систем венчурного инвестирования разных стран.

Согласно принципу развития МВИД в целом, а также образующие ее отдельные подсистемы находятся в состоянии постоянного изменения. Важно при этом учесть, что указанная трансформация генерируется *самой системой*, т. е. в каждый данный момент времени порождается объективно присущими ей внутренними противоречиями. Однако такие внешние факторы, как национальная политика, экономические условия, идеология, социокультурные, морально-этические и другие – способны ощутимо влиять на состояние МВИД и ее подсистем, особенно в краткосрочной перспективе. Хотя в долгосрочном плане развитие международной венчурной инвестиционной деятельности – это *самодвижение*.

МВИД как подсистема международных экономических отношений развивается по определенному *порядку*, основанному на нормах международного публичного и частного права, которые регулируют экономические отношения между государствами, экономическими объединениями, юридическими и физическими лицами.

Исторический критерий предполагает исследование истории возникновения системы, этапов ее развития, достигнутой ступени и на этой основе прогнозирования перспектив. Каждому конкретному историческому этапу развития МВИД присущи определенные масштабы и степень интернационализации.

Рассмотренные подходы позволяют сформулировать общее определение международной венчурной инвестиционной деятельности как системы в широком смысле: *международная венчурная инвестиционная деятельность – это закономерно развивающаяся и усложняющаяся система взаимодействия национальных систем венчурного инвестирования различных стран*. В этом определении ключевой характеристикой МВИД как особой системы, ее отличительным (сущностным) признаком является *взаимодействие национальных систем венчурного инвестирования*.

Определение МВИД в *узком смысле* более конкретно, оно дает представление не о сущности МВИД, как таковой, а о ее особенностях на конкретном этапе, который имеет свои отличительные характеристики взаимодействия национальных венчурных систем.

Субъектами МВИД являются субъекты венчурного инвестирования, осуществляющие свою деятельность на международном уровне. Такими субъектами являются венчурные инвесторы (вкладывают собственные или заемные средства), венчурные фонды (аккумулируют средства нескольких инвесторов), венчурные управляющие компании (отбирают наиболее выгодные проекты и вкладывают в них средства венчурных фондов) и венчурные предприятия (получают венчурные инвестиции).

Венчурный инвестор является главным субъектом венчурной инвестиционной деятельности, в интересах которого она осуществляется. В качестве венчурных инвесторов могут выступать физические («бизнес-ангелы») [26, с. 20] или юридические лица, вкладывающие собственные средства в венчурные фонды и осуществляющие стратегический контроль за их использованием. В структуре венчурных инвесторов в развитых странах в 2006 г. (ЕС) основную долю венчурных инвесторов составляют пенсионные фонды (в среднем 25 %), банки (17 %) и страховые компании (11 %), однако заметную роль играют корпоративные и частные инвесторы, при этом структура инвесторов в динамике существенно не изменяется.

В переходных экономиках состав потенциальных источников капитала для венчурной индустрии тот же, что и в развитых странах, однако распределение удельных весов этих источников в общем объеме инвестиций в венчурные фонды значительно различается. Если на развитых рынках основными источниками капитала являются средства пенсионных фондов и страховых компаний, в странах с переходной экономикой центр тяжести смещен в сторону государственного сектора и институциональных инвесторов [21, с. 59, 74].

В качестве субъектов МВИД выступают инвесторы, осуществляющие свою деятельность на международном уровне. Чаще всего – это международные банки, институциональные инвесторы, частные инвесторы [21, с. 74–75]. Международными венчурными инвесторами могут выступать международные финансовые организации, такие как Европейский банк реконструкции и развития, Международная финансовая корпорация и др. В последние годы расширяется круг венчурных инвесторов, осуществляющих свою деятельность на международном рынке венчурных инвестиций [3, с. 251]. Наличие международных инвесторов в национальной венчурной деятельности может способствовать процессу интернационализации профинансированных компаний или компаний, только планирующих получить венчурные инвестиции.

Венчурный фонд определяется в литературе либо как пул денежных средств венчурных инвесторов [1; 8], либо как партнерство венчурных инвесторов [26, с. 24]. В настоящее время многие исследователи определяют венчурный фонд как пул денежных средств, управляемый самостоя-

тельной управляющей компанией, при этом собственником управляющей компании выступает либо финансовое учреждение, либо ее руководители. Фонд принадлежит инвесторам, которые владеют акциями, долями, паями партнеров с ограниченной ответственностью, в зависимости от структуры фонда [1, с. 5].

Представляется логичным определять венчурный фонд как финансовый инструмент, создаваемый для осуществления венчурной инвестиционной деятельности заинтересованными инвесторами в форме юридического лица либо без его образования. При этом венчурный фонд выступает в качестве коллективного инвестора, выражающего интересы всех его участников.

Существует множество организационно-правовых форм венчурных фондов: партнерства, товарищества, союзы и объединения. Мировая практика показала, что наиболее распространены *частные ограниченные партнерства*. Эти партнерства (товарищества) состоят из главных и ограниченных партнеров. Главные партнеры – профессионалы венчурного инвестирования, обеспечивающие эффективность размещения средств венчурного фонда. Поскольку такие партнерства не имеют юридического лица, чтобы избежать двойного налогообложения, инвестиции осуществляются от имени главного партнера – управляющей компании (исполнительной дирекции). Им достаточно внести не более 1 % аккумулируемых средств, чтобы стать главным партнером с правом управления формируемыми фондами. Внешние инвесторы вносят 99 % средств и становятся ограниченными партнерами без права распоряжаться фондами [14, с. 32–33].

Передоверяя текущее управление финансами и проектами команде профессионалов (главному партнеру или управляющей компании) на весь срок действия фонда, инвесторы фонда получают 80 % прибыли, которая остается после возврата инвесторам (пайщикам) их начальных взносов и оговоренных минимальных процентов. Остальные 20 % прибыли получает управляющая компания за квалифицированный менеджмент и риск [8; 18]. Инвесторы рискуют, как правило, небольшой долей своих средств и вознаграждаются прибылью, существенно превышающей среднюю. Типичная схема организации венчурного фонда представлена на рисунке.

В ряде стран ЕС преимущественно ОПФ венчурных фондов является *закрытое акционерное общество* (ЗАО), однако там действуют специально принятые законы о прозрачности финансовой отчетности, так что ЗАО не платит налога на прибыль после продажи подорожавших долей своих инвесторов в компаниях, а сам индивидуальный инвестор платит налог только после получения своей доли прибыли из фонда (ЗАО).

Международные венчурные фонды могут быть зарегистрированы в любой стране мира, хотя чаще устремляются в те районы планеты, где регулирование и налогообложение меньше.



Схема организации венчурного фонда

Источник. [14, с. 35].

Спустя некоторое время после появления венчурных фондов, высокоорганизованный рынок венчурных инвестиций стал характеризоваться асимметричностью информации, т. е. неравномерностью распределения информации между различными субъектами венчурной инвестиционной деятельности. Информационным преимуществом обладают, как правило, реципиенты венчурных инвестиций.

Несовершенство рынка потребовало появления профессионалов, которые могли бы устранить для венчурных инвесторов недостаточность информации относительно свойств предполагаемой к выпуску продукции, характеристик потенциального рынка продаж, согласованности действий менеджмента венчурного предприятия и т. д. С одной стороны, владение полноценной информацией, наличие опыта и профессиональных знаний в области инвестиционной деятельности стали теми предпосылками, которые позволяли бы данным профессионалам взять на себя часть функций по управлению венчурными инвестициями, прежде всего по выбору объектов вложения, снижению инвестиционных рисков, защите венчурных инвестиций. С другой стороны, асимметричность информации делала все более затратным осуществление функций по управлению венчурными инвестициями непосредственно венчурными инвесторами. Указанные факторы привели к появлению схемы взаимодействия, когда функции по

управлению венчурными инвестициями перешли к профессиональным посредникам – *венчурным управляющим компаниям*. В настоящее время венчурные управляющие компании играют ключевую роль в реализации целей венчурной инвестиционной деятельности.

В русскоязычной литературе в качестве синонимов «венчурной управляющей компании» используются также «венчурная компания» [1; 6] и «венчурный капиталист» [6; 7; 9]. Можно определить венчурную управляющую компанию в качестве специализированного органа, аккумулирующего функции стратегического и оперативного управления коллективными инвестициями и венчурными предприятиями. За выполнение указанных функций она получает вознаграждение, что и является целью ее деятельности. Вознаграждение венчурной управляющей компании прямо связано с успешным ростом стоимости венчурного предприятия, что определяет высокую мотивацию ее работы. С появлением венчурных управляющих компаний, функции венчурных фондов сузились до решения вопросов поиска и аккумулирования инвестиционных ресурсов. Взаимоотношения венчурного фонда и венчурной управляющей компании строятся на договорных отношениях.

Практика показала, что в странах с переходной экономикой, где институт венчурных управляющих компаний еще не сформирован, управление филиалами международных венчурных фондов осуществляется в основном филиалами зарубежных управляющих компаний [2, с. 37]. В литературе встречается понятие «международных профессионалов венчурной индустрии» [4; 28]. Под ними подразумеваются венчурные капиталисты, имеющие большой опыт реализации инновационных высокорисковых проектов, опыт управления одним или несколькими крупными фондами венчурных инвестиций и занимающихся обучением, консультированием, подготовкой молодых профессионалов венчурной деятельности в других странах. Международные профессионалы венчурной индустрии часто состоят в консультационных советах или являются наблюдателями в органах реализации государственных концепций развития венчурной индустрии в стране [17, с. 102].

Способы проникновения венчурных фондов и венчурных управляющих компаний на международный рынок разделяют на «физическое присутствие» и «инвестиционное присутствие». «Физическое присутствие» подразумевает открытие за рубежом своего филиала, полное или частичное приобретение действующей венчурной фирмы или создание совместного предприятия с местным партнером. «Инвестиционное присутствие» имеет место, когда венчурный фонд инвестирует в портфельную компанию через офис, расположенный в стране ее происхождения [29, с. 18]. Возможна также комбинация двух данных стратегий.

Венчурные предприятия рассматриваются в качестве реципиентов венчурных инвестиций, основной миссией которых является создание конкурентных преимуществ при реализации высокорисковых проектов и повышение на этой основе стоимости собственного капитала. Синонимами данного понятия являются: венчурная фирма, венчур, рискофирма, компания с венчурным капиталом, компания-реципиент, портфельная компания. При этом венчурные предприятия являются формой организации и реализации венчурных проектов.

В литературе часто смешиваются такие понятия, как «высокотехнологичное», «инновационное», «наукоемкое» предприятие, которые в действительности охватывают различные области специализации в зависимости от стадии цепочки добавленной стоимости, типа инноваций фирмы и т. д. Венчурное предприятие как форма организации венчурного проекта может относиться к любому из представленных видов предприятий. Существенным критерием отнесения предприятия к числу венчурных является факт получения венчурных инвестиций.

В рамках венчурной инвестиционной деятельности венчурные предприятия могут анализироваться с двух основных точек зрения:

- фазы жизненного цикла венчурного проекта, на которой осуществляется вложение венчурных инвестиций;
- отраслевой принадлежности венчурного проекта.

Примерная структура вложения венчурных инвестиций по фазам жизненного цикла венчурного проекта в европейских странах в 1997 и 2006 гг. представлена в табл. 1.

Таблица 1

Распределение объемов инвестиций по стадиям в ЕС, %

| Фаза жизненного цикла проекта | 1997 г. | 2006 г. |
|--------------------------------------|----------------|----------------|
| Фаза компании для посева | 1 | 0,3 |
| Стартовая и начальная фазы | 6 | 8 |
| Фаза расширения | 35 | 16 |
| Мостовая фаза | 8 | 5 |
| Фаза выхода | 50 | 70,7 |

Источник. Разработка автора на основе [21, с. 63; 24, с. 25].

Из таблицы 1 видно, что наибольшая часть инвестиций приходится на стадию «выхода» – больше половины всех венчурных инвестиций, далее следует инвестирование в «расширение» и «развитие», в «начальную» и «стартовую» фазы, и наименьшее число венчурных инвестиций получают компании на стадии «посева» – менее одного процента.

В случае успеха предприятия-реципиенты осваивают новые технологии производства продукта и обеспечивают его широкое распространение, в том числе на экспорт. Новые технологии способствуют увеличению стоимости основных фондов и числа рабочих мест и характеризуются высокой доходностью инвестиций. Однако указанные предприятия чрезвычайно чувствительны к недостатку инвестиций, к условиям функционирования. Для них характерна неустойчивость рентабельности, особенно на ранних этапах развития, на них трудно обеспечивать эффективное управление. В силу этого лишь незначительная часть вновь возникающих предприятий добивается реального успеха [14, с. 21].

Отраслевая принадлежность является важнейшей характеристикой венчурного проекта. Это связано с тем, что венчурные инвесторы имеют свои отраслевые предпочтения. Венчурные инвесторы должны обладать определенными знаниями в той отрасли, в которую они собираются делать вложения, иначе они просто не смогут эффективно размещать и контролировать венчурные инвестиции. Практика венчурной инвестиционной деятельности показывает, что венчурные инвесторы в США и в ЕС отдают предпочтение проектам в области компьютерных технологий, коммуникаций, биотехнологий, электроники [30].

Объектами венчурного инвестирования выступают венчурные проекты, которые формально могут быть представлены в виде отдельных инвестиционных проектов в рамках действующих предприятий, в виде создания новых предприятий для реализации конкретного проекта, в виде юридически оформленных прав на интеллектуальную собственность (в том числе патентов, лицензий), бизнес-планов либо другим способом. Отличительной особенностью объекта инвестирования, выражающей его *сущность*, является то, что венчурный капиталист инвестирует не в идеи, а в людей [16]. Объектами международного венчурного инвестирования являются венчурные проекты, масштабы или используемые ресурсы которых выходят за рамки национальных границ.

Международная венчурная инвестиционная деятельность строится на основе определенных *принципов* (правил), заложенных еще в 50–60 гг. XX в. и обобщенных Т. Перкинсом, Ю. Клейнером, Ф. Кофилдом, Б. Байерсом, В. Л. Аксеновым и др.

За почти полувековую историю правила ведения венчурной деятельности совершенствовались, корректировались, претерпели изменения. Проведенное исследование позволило по-новому классифицировать и структурировать принципы венчурного инвестирования, разделив их на *принципы деятельности венчурного фонда* (венчурных инвесторов) и *принципы деятельности венчурной управляющей компании* (табл. 2).

В качестве принципов деятельности венчурного фонда (венчурных инвесторов) можно выделить: обеспечение доходности инвестиций; воз-

вратность инвестиций; надежность инвестирования; привлечение венчурной управляющей компании; коллективное инвестирование.

Таблица 2

Система принципов венчурной инвестиционной деятельности

| Принципы деятельности венчурного фонда (венчурных инвесторов) | Принципы деятельности венчурной управляющей компании | |
|---|---|---|
| | Принципы взаимодействия с венчурным фондом | Принципы реализации венчурных проектов |
| <ul style="list-style-type: none"> • Обеспечение доходности инвестиций; • возвратность инвестиций; • надежность инвестирования; • привлечение венчурной управляющей компании; • коллективное инвестирование. | <ul style="list-style-type: none"> • Двухуровневая система принятия решений; • запрет на вложение венчурной управляющей компанией собственных средств в проекты, проинвестированные управляемым ею венчурным фондом; • вознаграждение по результатам деятельности. | <ul style="list-style-type: none"> • Оценка квалифицированного потенциала менеджеров-исполнителей проекта; • целевое инвестирование; • контроль венчурных проектов; • диверсификация инвестиционных рисков; • вклад факторов в венчурное предприятие, способствующих его развитию. |

Источник. Разработка автора на основе [1; 8; 11; 23].

Обеспечение доходности инвестиций подчеркивает тот факт, что венчурные управляющие компании получают доход только при успешном росте стоимости предприятия, в который вложены венчурные средства, поэтому пока не представлены обоснования возможности получения высокого уровня дохода, венчурный фонд инвестирование не осуществляет.

Возвратность инвестиций предполагает возврат (возмещение) инвестиций, вложенных венчурным фондом в предприятие. Поэтому в экономическом регионе, в котором венчурный фонд планирует осуществлять инвестиционную деятельность, помимо прочего, должны быть обеспечены права инвесторов на репатриацию прибыли.

Надежность инвестирования предполагает, что венчурный фонд принимает решение об инвестировании на основе досконального изучения всей доступной информации с последующим выводом о целесообразности инвестирования. Надежность также обеспечивается особой спецификой венчурной деятельности, предполагающей наличие взаимного доверия, личной симпатии и общности взглядов между венчурными инвесторами, венчурными управляющими компаниями и менеджментом венчурного предприятия.

Привлечение венчурной управляющей компании обусловлено необходимостью аккумуляции функций стратегического и оперативного управления коллективными инвестициями и венчурными предприятиями. Поэтому в случае отсутствия или недостаточной квалификации национальных венчурных капиталистов предполагается привлечение иностранного венчурного управляющего.

Коллективное инвестирование дает возможность инвестировать в большее количество венчурных предприятий, чем при индивидуальном инвестировании, и одновременно избегать риска вложений в ограниченный круг предприятий.

Принципы деятельности венчурной управляющей компании можно подразделить на две группы: 1) принципы взаимодействия с венчурным фондом; 2) принципы реализации венчурных проектов. В состав группы принципов взаимодействия с венчурным фондом входят: двухуровневая система принятия решений; запрет на вложение венчурной управляющей компанией собственных средств в проекты, проинвестированные управляемым ею венчурным фондом; вознаграждение по результатам деятельности.

Двухуровневая система принятия решений направлена на защиту интересов венчурных инвесторов. Венчурная управляющая компания самостоятельно проводит отбор и анализ венчурных проектов, однако окончательное решение об инвестировании принимает специальный орган венчурного фонда – инвестиционный комитет, в состав которого входят уполномоченные представители венчурных инвесторов.

Запрет на вложение венчурной управляющей компанией собственных средств в проекты, проинвестированные управляемым ею венчурным фондом, предотвращает возникновение конфликта между интересами венчурной управляющей компании и интересами венчурных инвесторов, поэтому венчурная управляющая компания (либо ее работники) не должна иметь личных инвестиций в предприятиях, в которых заинтересованы венчурные инвесторы.

Вознаграждение по результатам деятельности предполагает, что, кроме 2,5–3 % от суммы венчурного фонда, получаемых ежегодно на управление, венчурная управляющая компания получает фиксированный процент от прибыли венчурного фонда (до 20 %), выплачиваемого после возврата сумм первоначальных инвестиций венчурным инвесторам и выплаты оговоренного процента [8; 14]. Таким способом венчурная управляющая компания получает компенсацию за риск (не только финансовый, но и профессиональный, поскольку репутация и карьера для венчурного капиталиста – главнейшие характеристики на рынке). Венчурные инвесторы как участники венчурного фонда рискуют только долей

своего капитала, получая в итоге прибыль, значительно превышающую традиционный уровень.

Во вторую группу принципов деятельности венчурной управляющей компании (принципов реализации венчурных проектов) входят: оценка квалифицированного потенциала менеджеров-исполнителей проекта; целевое инвестирование; контроль венчурных проектов; диверсификация инвестиционных рисков; вклад факторов в венчурное предприятие, способствующих его развитию.

Оценка квалифицированного потенциала менеджеров-исполнителей проекта является решающим фактором отбора венчурного проекта. Даже незначительная инновационная разработка может стать фактором привнесения добавленной стоимости в венчурное предприятие при профессиональном менеджменте [20, с. 5–6].

Целевое инвестирование предполагает выделение венчурных средств под конкретный проект в рамках предприятия. Некоторые авторы отмечают, что совместно с инвестором проекта должно быть основано новое строго целевое предприятие, исключительно для реализации рассматриваемого проекта [5].

Контроль венчурных проектов заключается в праве венчурной управляющей компании контролировать принятие стратегических решений и при необходимости использовать право «вето». Технически эти права реализуются через участие представителей венчурной управляющей компании в органах управления венчурного предприятия (совете директоров).

Диверсификация инвестиционных рисков. Суть принципа заключается в том, что при реализации венчурных проектов венчурная управляющая компания должна стремиться максимально снизить уровень инвестиционного риска. На практике существует два эффективных способа уменьшения риска:

1. Основной способ уменьшения риска – вложение венчурных инвестиций в несколько не связанных между собой венчурных проектов. При этом обычно прибыль от успешной реализации одного или двух венчурных проектов покрывает убыток от вложений в остальные венчурные проекты. Значимость этого способа подчеркивается многими учеными [7; 20; 27].

2. Использование метода «капельницы». Метод состоит в поэтапном вложении венчурных инвестиций, когда каждая последующая стадия развития предприятия финансируется в зависимости от успеха предыдущей. В случае неудачи вложения венчурных инвестиций немедленно приостанавливаются.

Вклад факторов в венчурное предприятие, способствующих его развитию. Один из главнейших принципов, вытекающих из одноименной характеристики венчурных инвестиций. Помимо управления венчурным

предприятием, венчурная управляющая компания направляет весь свой опыт, конкурентные преимущества, личные связи на повышение и максимальную реализацию потенциала роста стоимости венчурного предприятия [18, с. 25].

Международное венчурное инвестирование осуществляется по общим принципам ведения венчурной деятельности, однако проведенный эмпирический анализ выявил дополнительные ограничения, присущие интернационализированным венчурным структурам [29, с. 22–23, таблица «Сравнительный анализ международных и национальных венчурных фирм в Европе»]. Во-первых, международные венчурные фонды, как правило, старше национальных на 2–3 года, т. е. интернационализация является *последовательным процессом*, при котором венчурные фонды становятся международными на стадии зрелости. Во-вторых, международные венчурные управляющие компании *значительно больше* национальных по основным критериям – совокупному размеру капитала под управлением, числу занятых и объему последних вложенных инвестиций. В-третьих, *зависимые* (кэптивные и полукэптивные) венчурные фонды *более активны в роли международных инвесторов*, в то время как государственные венчурные фонды имеют в основном национальную направленность. Среди независимых венчурных фондов, аккумулирующих свои средства на рынке, доля международных фондов – средняя. В-четвертых, национальные венчурные управляющие компании в большей мере, чем международные, предпочитают инвестировать в компании на начальных стадиях – посевной и старт-ап, в то время как *международные* предпочитают осуществлять *инвестиции на более поздних стадиях развития*.

В настоящее время венчурные управляющие компании могут руководить одновременно несколькими фондами венчурных инвестиций с различными уровнями капитализации, реализуя проекты в разных отраслях и странах [3, с. 283; 21, с. 76–78]. Наличие системы принципов международной венчурной инвестиционной деятельности особенно актуально для стран с переходной экономикой, поскольку в эти страны венчурная инвестиционная деятельность привносится извне, а не является естественно зародившейся в стране в силу внутренних причин.

Непонимание правил и основ деятельности венчурных фондов и венчурных управляющих компаний может привести к нивелированию усилий, предпринимаемых правительствами стран с переходной экономикой для развития венчурной инвестиционной деятельности в стране. Кроме того, неправильное понимание сущности венчурной инвестиционной деятельности предпринимателями и потенциальными инвесторами (например, венчурный капитал – свободные беспроцентные деньги, или венчурный инвестор – бизнесмен, которому нравится рисковать деньгами) приводит

к депопуляризации, недоверчивому восприятию венчурной инвестиционной деятельности и, следовательно, к сокращению объемов потенциального предложения и спроса на венчурные инвестиции.

При анализе роли международной венчурной инвестиционной деятельности в национальных экономиках необходимо выделить ее функции. К функциям МВИД можно отнести действия, направленные:

- на перераспределение инвестиций из традиционных секторов в инновационные, из стагнирующих рынков – на развивающиеся, из национальных – в международные;
- способствование быстрому распространению крупномасштабных освоений нововведений через международный трансфер технологий, усиленный обмен инновационными разработками, реализацию конкурентных стратегий и интернационализацию венчурных структур;
- повышение добавленной стоимости проинвестированных предприятий через активное участие, направленное на развитие компании и на получение прироста венчурных инвестиций, и, как следствие, – ускорение периода коммерциализации инноваций;
- повышение качества интеллектуального капитала через трансфер управленческих моделей и создание деловых венчурных сетей.

С точки зрения национальной экономики важность представляют не столько сами международные венчурные структуры, сколько *экономические эффекты* от международного венчурного инвестирования.

Есть основание предположить, что эффекты воздействия международной венчурной инвестиционной деятельности сродни эффектам воздействия венчурных инвестиций на экономику, общественное воспроизводство. Наиболее важным из проанализированных эффектов является так называемый *синергетический эффект* воздействия международного венчурного инвестирования на хозяйственную систему, при котором различные сочетания представленных эффектов или групп эффектов наиболее оптимально воздействуют на воспроизводственные процессы в национальных экономиках.

Анализ зарубежной практики венчурного инвестирования показал, что факт получения венчурных инвестиций делает для фирмы-реципиента доступными многие услуги (юридические, консалтинговые, инжиниринговые, бухгалтерские, арендные). К синергетическому эффекту относятся и экономические результаты поглощения венчурных фирм для корпораций, такие как увеличение активов корпорации, рост инновационной активности, структурное обновление, завоевание новой ниши рынка, подавление конкурентов, повышение эффективности отдельных производств за счет масштаба, снижение издержек за счет вертикальной интеграции, рост конкурентного преимущества корпорации, рост эффективности управления, диверсификация бизнеса [13, с. 103].

Таким образом, международная венчурная инвестиционная деятельность – это закономерно развивающаяся и усложняющаяся система взаимодействия национальных систем венчурного инвестирования различных стран, предпосылками возникновения которой стала глобализация экономики и развитие новых стратегий интернационализации общественного воспроизводства инноваций. Характерными чертами международной венчурной инвестиционной деятельности являются многоуровневость, иерархичность, неравномерность развития в разных регионах планеты, постепенная трансформация, генерируемая самой системой. В последние годы происходит все большая интернационализация субъектов международного венчурного инвестирования, что влияет на модернизацию принципов осуществления МВИД. Международная венчурная инвестиционная деятельность выполняет определенные функции в мировой экономике, к важнейшим из которых относятся способствование распространению крупномасштабных освоений нововведений и ускорение периода их коммерциализации. Главным эффектом международного венчурного инвестирования является синергетический эффект, при котором оно наиболее оптимально воздействует на воспроизводственные процессы в национальных экономиках разных стран.

Литература

1. Аксенов, В. Л. Организация венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / В. Л. Аксенов; Воронеж. гос. техн. ун-т. – Воронеж, 2000. – 20 с.
2. Алипов, С. Зарубежный венчурный капитал в России / С. Алипов, В. Самохин // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 21. – С. 37–41.
3. Аммосов, Ю. П. Венчурный капитализм: от истоков до современности / Ю. П. Аммосов; Рос. ассоц. прямого и венчурного инвестирования. – СПб.: Феникс, 2005. – 372 с.
4. Венчурная индустрия в России способствует развитию компаний малого и среднего бизнеса // Информационный канал «НТ-ИНФОРМ» [Электронный ресурс]. – 2000–2008. – Режим доступа: <http://www.rsci.ru/company/innov/more.html?MessageID=871>. – Дата доступа: 25.07.2007.
5. Вишняков, А. А. Венчурное инвестирование как фактор инновационного развития Российского Севера: на примере Республики Коми: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / А. А. Вишняков; Ин-т соц.-экон. и энергет. проблем Севера Коми НЦ УрО РАН. – Сыктывкар, 2006. – 25 с.
6. Глоссарий венчурного предпринимательства / Рос. ассоц. венчурного инвестирования. – СПб.: РАВИ, 2007. – 340 с.
7. Гулькин, П. Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики / П. Г. Гулькин. – СПб.: Альпари СПб, 2003. – 238 с.
8. Гулькин, П. Г. Венчурный капитал / П. Г. Гулькин // Корпоративный менеджмент [Электронный ресурс]. – 1998–2008. – Режим доступа: <http://www.-cfm.ru/investor/venture.shtml>. – Дата доступа: 15.10.2006.

9. *Давидюк, Г. В.* Технология венчурного инвестирования: опыт работы в России / Г. В. Давидюк, О. К. Платов; М-во образования Рос. Федерации, Яросл. гос. ун-т им. П. Г. Демидова. – Ярославль, 2000. – 159 с.
10. *Девиль, Ф.* Обзор прямых инвестиций и венчурного капитала в Европе: курс обучения венчурному предпринимательству / Ф. Девиль. – СПб.: Феникс, 2006. – 44 с.
11. *Зарипов, И. Н.* Инструментарий управления венчурной инвестиционной деятельностью в промышленности: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / И. Н. Зарипов; Казан. гос. фин.-экон. ин-т. – Казань, 2002. – 23 с.
12. Зарубежные венчурные фонды // АО «Национальный Инновационный Фонд» [Электронный ресурс]. – 2003–2008. – Режим доступа: <http://www.nif.kz/264>. – Дата доступа: 15.10.2008.
13. *Каржаув, А. Т.* Национальная система венчурного инвестирования / А. Т. Каржаув, А. Н. Фоломьев. – М.: Экономика, 2006. – 238 с.
14. *Каширин, А. И.* Венчурное инвестирование в России / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М.: Вершина, 2007. – 330 с.
15. *Ковалев, М. М.* Глобализация и проблемы участия в ней Беларуси / М. М. Ковалев // Экономический факультет БГУ [Электронный ресурс]. – 2004. – Режим доступа: http://www.economy.bs.u.by/library/Что_дает_Беларуси_глобализация%5СБГ_Ковалев.pdf. – Дата доступа: 23.04.2008.
16. *Котельников, В.* Венчурное финансирование: как мобилизовать средства для вашего нового венчура / В. Котельников // Российский портал международной сети: Бизнес-офис для субъектов инновационно-технологической деятельности [Электронный ресурс]. – 2006. – Режим доступа: http://it4b.icsti.su/1000ventures/a/venture_financing/mbs_mini_vfin.html. – Дата доступа: 10.07.2008.
17. *Малашенкова, О. Ф.* Государство и Фонд фондов в венчурной индустрии / О. Ф. Малашенкова // Журн. междунар. права и междунар. отношений. – 2008. – № 3. – С. 93–98.
18. *Натусиус, К.* Добавление стоимости к инвестициям: курс обучения венчурному предпринимательству / К. Натусиус. – СПб.: Феникс, 2006. – 46 с.
19. *Нехорошева, Л. Н.* Венчурные фонды как инструмент привлечения инвестиций в высокотехнологичный сектор / Л. Н. Нехорошева, С. А. Егоров // Республиканский центр трансфера технологий: материалы круглого стола «Привлечение инвестиций в высокотехнологичный сектор. Государственно-частное партнерство», Минск, 15 мая 2007 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://ictt.by/Library/kr_stol2007/Нехорошева,%20С.Егоров.doc. – Дата доступа: 15.09.2007.
20. *Нойберт, М.* Венчурный капитал как фактор развития рыночной экономики: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / М. Нойберт [Рос. акад. гос. службы при Президенте Рос. Федерации]. – М., 1997. – 23 с.
21. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2006 год: анализ. сб. / Рос. ассоц. прямого и венчурного инвестирования. – СПб.: Феникс, 2007. – 128 с.
22. *Райзберг, Б. А.* Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 478 с.
23. *Рогова, Е. М.* Венчурное предпринимательство в России: теория и практика: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / Е. М. Рогова; С.-Петербур. ун-т экон. и фин. – СПб., 1995. – 19 с.

24. Самохин, В. Венчурный бизнес в Европе: аналит. обзор / В. Самохин // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 19. – С. 24–27.
25. Cisco объявила программу венчурных инвестиций для Центральной и Восточной Европы // Cisco Systems [Электронный ресурс]. – 2007. – Режим доступа: <http://www.cisco.com/web/RU/news/releases/txt/1534.html>. – Дата доступа: 23.04.2008.
26. Толковый словарь терминов венчурного инвестирования / Рос. ассоц. прямого и венчурного инвестирования [сост. Е. А. Ушакова]. – СПб.: Феникс, 2004. – 152 с.
27. Франк, И. Венчурный бизнес: заморский опыт / И. Франк // Все о кредитах: получение потребительского кредита, автокредита, кредитной карты, ипотеки [Электронный ресурс]. – 2006. – Режим доступа: http://www.credfin.ru/info_issledovaniya-/article.1379.php. – Дата доступа: 25.07.2007.
28. Четвертый российский венчурный форум. Девятая российская венчурная ярмарка 8–10 октября 2008 года. Санкт-Петербург // Российский венчурный форум [Электронный ресурс]. – 2002–2008. – Режим доступа: <http://www.rvf.ru/rus/rvf/rvf-2008/>. – Дата доступа: 25.11.2008.
29. Dana, L.-P. Handbook of Research on European Business and Entrepreneurship: Towards a Theory of Internationalization / L.-P. Dana, L. M. Welpel, M. Han, V. Ratten. – Cheltenham, UK: Edward Elgar. – 2008. – 800 p.
30. National Venture Capital Association: Yearbook 2008 [Electronic resource] // National Venture Capital Association (NVCA) [Electronic resource]. – Arlington, 2008. – Mode of access: <http://www.nvca.org/pdf/NVCAYearbook2008.pdf>. – Date of access: 04.08.2008.

А. А. Нестерова

РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ ВЗГЛЯД НА ТЕОРИИ, ОБЪЯСНЯЮЩИЕ ТРУДОВУЮ МИГРАЦИЮ

В статье предпринимаются попытка систематизации и классификации теорий международной трудовой миграции. Автор статьи считает, что наиболее логичным и последовательным подходом для объяснения причин и механизма миграции является подход П. Стокера, который предложил схемы индивидуального, структурного и системного подходов. Знакомство с западными теориями трудовой миграции может создать необходимую основу для объяснения экспорта и импорта рабочей силы и сформировать концептуальный подход к государственной миграционной политике.

Attempts have been undertaken to systematize and classify theories of international labor migration. The author of the article believes that the most logical and consistent approach to explain the causes and mechanism of migration is the approach P. Stoker, who proposed the scheme of the individual, structural and systemic treatment. Familiarity with Western theories of labor migration can create the necessary basis to explain the export and import of labor force and form a conceptual approach to the state migration policy.

Нестерова Анастасия Александровна – старший преподаватель кафедры международных экономических отношений факультета международных отношений БГУ.