

На правах рукописи

Кулебякин Константин Алексеевич

**ЗАКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ
ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ
КАК ИНСТРУМЕНТ РАЗВИТИЯ
ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РОССИИ**

Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(управление инновациями)

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Ярославль
2011

Диссертация выполнена на кафедре «Финансы и кредит» федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Ярославский государственный университет им. П. Г. Демидова».

**Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор
Вахрушев Дмитрий Станиславович**

**Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Карякин Александр Михайлович**

кандидат экономических наук, профессор
Тюрин Сергей Борисович

**Ведущая организация – федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего
профессионального образования
«Костромской государственный
технологический университет»**

Защита состоится «__» ноября 2011 года в ____ часов на заседании диссертационного совета Д 212.002.06 при федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова» по адресу: 150000, г. Ярославль, ул. Комсомольская, д. 3, ауд. 308

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в научной библиотеке Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова.

Автореферат разослан «__» октября 2011 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета

Курочкина И.П.

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования. В настоящее время эффективное инвестиционное обеспечение инновационных проектов начальных стадий с широким участием частного венчурного капитала является одним из ключевых факторов технологического лидерства и высоких международных конкурентных преимуществ развитых стран на мировом рынке наукоемкой продукции. В связи с этим, актуальным в России на современном этапе является исследование закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФов) особо рискованных (венчурных) инвестиций (ВИ) как инструмента развития инновационной деятельности и соответствия данной формы осуществлению эффективного государственно-частного партнерства.

Существенная роль государственных программ поддержки венчурного инвестирования обусловлена успешным мировым опытом ускорения ими развития инновационного бизнеса и отсутствием должной инициативы в данном направлении со стороны частного сектора. Всестороннее изучение опыта таких программ в ведущих зарубежных странах показывает возможность применения общих подходов к построению механизма инвестирования инновационной деятельности в России.

Благодаря государственной инициативе в России в настоящее время заложены базовые формы инвестиционного обеспечения инновационной деятельности. При этом кардинального увеличения притока частного капитала в данный сектор не происходит, что объясняется несогласованностью, разрозненностью деятельности инструментов инвестиционной поддержки научно-технологических разработок и российских малых предприятий, отсутствием емкого внутреннего рынка частного венчурного капитала.

Широкое использование инструмента ЗПИФ ВИ российскими государственными институтами развития инновационной деятельности при относительно низких результатах управления значительными финансовыми ресурсами этих фондов обусловили необходимость выявления и устранения существующих на данный момент препятствий организационного, научно-технического, производственного и нормативно-правового характера в процессе инвестиционного обеспечения инновационных проектов для максимальной реализации потенциала венчурных инвестиционных ресурсов, что определило выбор темы, направление и проблематику диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. Теоретические аспекты развития инновационной деятельности достаточно широко разработаны с научной точки зрения в работах Андреева В.А., Валдайцева С.В., Гэлбрейта Дж.К., Друкера П.Ф., Ильенковой С.Д., Лапина Н.И., Миндели Л.Э., Набиева М.С., Оголевой Л.Н., Питерса Т.Дж., Фатхутдинова Р.А., Фоломьева А.Н., Шумпетера Й.А., *Burns T., Kanter R.M.* и других. Зарубежный опыт функционирования субъектов рынка венчурного капитала отражен в работах Лебре Э., Спицына Д.А., Ягудина С.Ю., Яковца Ю.В., *Gompers, P., Weidig T.*, и др. Российским проблемам инвестирования инновационных процессов и венчурного инвестирования, в частности, возможностям применения зарубежного опыта в отечественной

практике посвящены работы Аммосова Ю.П., Балабан А.М., Борочкина А.А., Вахрушева Д.С., Власова И.П., Герасимова А.В., Горской Е.В., Гулькина П.Г., Давидюка Г.В., Дайловского С.А., Зайцева Е., Зинова В.Г., Ивиной Л.В., Воронцова В.А., Кузыка Б.Н., Лирмян Р.А., Никконен А.И., Никоновой Я.И., Нехорошевой Л.Н., Переверзевой М.Н., Пильникова В.О., Рожок И.А., Сапир Е.В., Семенова А.С., Фонштейна Н.М., Хасина А.А., Шеховцова М.В. и др. Отдельные теоретические и практические аспекты функционирования организационно-экономических форм венчурного инвестирования, в частности ЗПИФ ВИ, исследованы в работах Агамирзяна И.Р., Гатауллиной Е.В., Зинова В.Г., Каширина А.И.

При этом следует заметить, что проблемы функционирования и развития формы ЗПИФ ВИ, а также обоснование институциональных условий ее эффективного применения освещены в существующих научных трудах недостаточно глубоко. В существующих работах отсутствует единый теоретический и терминологический подход, но на их базе возможно проведение более глубоких научных исследований. Наименее изученными являются вопросы: тенденции институционализации рынка частного венчурного капитала, особенности российских венчурных фондов в форме ЗПИФ по сравнению с зарубежными венчурными фондами, меры по развитию инфраструктуры венчурных фондов в России, соответствие существующих институциональных форм инвестирования инноваций нынешнему уровню развития данного сектора экономики в России.

Целью диссертационной работы является решение научной задачи по разработке обоснованных рекомендаций по применению формы закрытых паевых инвестиционных фондов венчурных инвестиций как инструмента развития инновационной деятельности в России посредством выявления в процессе ее инвестиционного обеспечения особенностей взаимоотношений государства, частных инвесторов, венчурных предпринимателей и инноваторов.

Для достижения поставленной цели в исследовании решаются следующие научные задачи:

- исследование теоретических основ развития инновационной деятельности посредством венчурного инвестирования;
- выявление роли и места ЗПИФ ВИ в системе инвестирования инновационной деятельности в России на современном этапе;
- исследование зарубежного опыта в контексте институциональных форм, способов и источников инвестирования инновационной деятельности;
- исследование ЗПИФ ВИ как действующей формы инвестирования инновационной деятельности в России;
- разработка критериев оценки соответствия институциональной формы для создания венчурных фондов в России и проведение оценки соответствия ЗПИФ ВИ согласно данным критериям;
- уточнение имеющихся препятствий в сфере функционирования механизма инвестирования инноваций в России и степени их взаимосвязи с соответствующими институциональными формами венчурных фондов;

– конкретизация стратегических направлений развития инновационной деятельности на основе анализа венчурного механизма ее инвестирования применительно к современным отечественным условиям;

– определение направлений реализации потенциала инструмента ЗПИФ ВИ в целях эффективного инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России.

Объектом исследования выступают закрытые паевые инвестиционные фонды венчурных инвестиций как инструмент инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России.

Предмет исследования представляет совокупность организационно-экономических отношений, возникающих в процессе коллективного венчурного инвестирования инновационной деятельности.

Методологическая, теоретическая и эмпирическая основы исследования. Теоретической базой исследования явились фундаментальные концепции и гипотезы, представленные в трудах ученых и специалистов в изучаемой области (Бернса Т., Борочкина А.А., Веблена Т., Власова И.П., Друкера П.Ф., Зинова В.Г., Каширина А.И., Лоуренса П.Л., Лорша Д.У., Никоновой Я.И., Нехорошевой Л.Н., Переверзевой М.Н., Питерса Т.Дж., Шумпетера Й.А.). Методологическая основа исследования базируются на системном, институциональном, процессном и проблемно-ориентированном подходе к изучению вопросов экономики и управления, на отечественных и зарубежных методологических разработках в области теории организации и управления инновационными процессами, теории венчурного инвестирования. В качестве методов исследования применены инструменты экономико-статистического анализа, финансового моделирования, экспертной оценки и другие методы анализа и синтеза данных. Эмпирической базой является выборочная совокупность объекта исследования в виде ЗПИФов ВИ, которая была изучена в рамках диссертационной работы.

Информационная база исследования основывается на данных Федеральной службы государственной статистики, Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования, Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования, Европейской ассоциации сетей бизнес-ангелов и других профессиональных сообществ венчурной индустрии, на результатах экспертных опросов, а также на данных периодической печати, нормативно-правовой документации, Интернет-ресурсах. В исследовании применены результаты интервьюирования представителей управляющих компаний венчурных ЗПИФов и российских индивидуальных венчурных инвесторов, полученные автором в период с июля 2010 г. по август 2011 г.

Научная новизна результатов исследования заключается в разработке теоретических, методических и практических положений по управлению инвестиционным обеспечением инновационной деятельности.

К основным результатам, определяющим научную новизну диссертационной работы, относятся следующие:

1. Предложено «инновационную деятельность» в отличие от

существующих определений рассматривать в контексте применения процессного подхода с конкретизацией основных видов данной деятельности, образующих ее мероприятия и с ориентацией на коммерциализацию новшеств. Предлагается уточненное определение «венчурного инвестирования» – с применением синергетического и прагматического подхода, характеризующего изменения в структуре собственности и управления, что должно способствовать разработке методических положений и нормативно-правовой базы по венчурному инвестированию.

2. Аргументирована диалектическая взаимосвязь эффективности механизма инвестиционного обеспечения инновационных проектов и применяемых в нем институциональных форм (инструментов). Обозначена особая важность когнитивной функции венчурного инвестирования в России как источника консультационного сопровождения новых предприятий. При обосновании необходимости применения институционального подхода к выявлению роли и места инструмента ЗПИФ ВИ в национальной инновационной системе с учетом специфики стадий жизненного цикла инновационных проектов определена степень необходимого участия в венчурном инвестировании важнейших институтов: государства, коммерческих и некоммерческих организаций, частных инвесторов.

3. Обоснована необходимость дифференцированного подхода к организационно-экономическим формам в процессе венчурного инвестирования в России. На основе выявления внешних и внутренних факторов деятельности венчурных фондов разработана система качественных и количественных критериев соответствия той или иной институциональной формы согласованию экономических интересов участников инновационного процесса, что выражается в эффективности функционирования фондов и реализации инвестиционных целей («налоговая прозрачность» организационной формы фонда; блокирование одностороннего преждевременного «выхода» инвесторов из состава участников; обеспечение инвесторам непосредственного доступа к объектам инвестирования, участия в принятии решений в их деятельности; ограничение ответственности инвесторов по обязательствам фонда в пределах внесенных ими вкладов; соблюдение принципа поэтапного внесения вкладов в фонд). Исходя из этого, впервые сформулирован вывод о том, что ЗПИФ ВИ как форма инвестирования инновационной деятельности соответствует исключительно крупным фондам, инвестирующим проекты наиболее поздних стадий со значительными бюджетами, требующими строгого контроля, безопасности вложений и их прозрачности в рамках государственно-частного партнерства. В данном контексте определена необходимость внедрения в российскую практику инструмента для создания небольших частных «посевных» фондов.

4. Структурированы стратегические направления развития инновационной деятельности в России, в числе которых – стимулирование инвестиционной активности частного капитала, направленное на формирование адекватных современным потребностям инвестиционного обеспечения

инноваций условий, таких как упрощение формальных требований к созданию и функционированию венчурных фондов. В связи с этим предложена новая форма образования «посевных» венчурных фондов – инвестиционное товарищество, удовлетворяющая интересам индивидуальных частных инвесторов, и сочетающая организационную гибкость, низкие транзакционные издержки, соответствие особенностям российской правовой системы.

5. Разработана модель реализации потенциала ЗПИФ ВИ, основанная на критериях эффективности данного инструмента для развития инновационной деятельности: количество успешно проинвестированных проектов, удобство фондирования, управления, взаимодействия участников инвестиционного процесса. Произведен расчет минимальной экономически целесообразной стоимости чистых активов ЗПИФ ВИ для ее учета при принятии решений о форме учреждения венчурных фондов, на базе которого апробирована финансовая модель фонда. Автором предложен ряд рекомендаций по повышению эффективности применения данной институциональной формы.

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в том, что основные теоретические аспекты и выводы могут быть использованы при разработке методологических основ управления венчурным инвестированием инновационных проектов. Выводы и материалы диссертации могут послужить основой для дальнейших научных разработок по избранной теме.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что результаты исследования могут быть использованы федеральными, региональными и муниципальными органами законодательной власти в законотворческой деятельности по созданию в России условий для совершенствования управления венчурной инвестиционной деятельностью и эффективного функционирования инструмента ЗПИФ ВИ. Результаты исследования могут быть также применены менеджерами управляющих компаний венчурных ЗПИФов, государственных институтов развития инновационной деятельности, сетей индивидуальных венчурных инвесторов, индивидуальными венчурными инвесторами и инициаторами инновационных проектов в России в их практической деятельности. Основные положения работы могут быть использованы в учебном процессе в рамках учебных курсов «Управление инновациями», «Венчурные инвестиции».

Соответствие диссертации Паспорту научной специальности. Область исследования соответствует п. 2.19 «Совершенствование способов и форм инвестирования инновационной деятельности с учетом расширения возможностей привлечения частного и иностранного капитала, включая осуществление совместных инвестиций в инновационные программы и проекты» паспорта специальности 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством (управление инновациями).

Апробация и реализация результатов исследования. Результаты и основные положения диссертации прошли апробацию в докладах и выступлениях на научных конференциях (шести международных, одной региональной, одной межрегиональной): 35-ой научной студенческой

конференции экономического факультета ЯрГУ им. П.Г. Демидова «Свет науки молодой»: (Ярославль, 2007г.); шестьдесят второй региональной научно-технической конференции студентов, магистрантов и аспирантов высших учебных заведений с международным участием «Молодежь. Наука. Инновации - 2009» (Ярославль, 2009г.); XVI международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов - 2009» (Москва, 2009г.); 4-ой межрегиональной университетской научно-практической конференции «Актуальные проблемы современной экономической науки» (Ярославль, 2009г.); международной научно-практической конференции молодых ученых и аспирантов «Новая российская экономика: движущие силы и факторы» (Ярославль, 2009 и 2010 г.); VII международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика» (Ярославль, 2010г.); XVIII международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов - 2011» (Москва, 2011г.).

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликовано 15 работ общим объемом 4,0 п.л. (личный вклад автора – 3,55 п.л.), в том числе три публикации в журналах, рекомендованных ВАК РФ.

Структура диссертации обусловлена целью и задачами диссертации. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, перечня использованных источников, содержит 49 таблиц, 17 рисунков, девять приложений.

Во введении обоснована актуальность темы, сформулированы цель и задачи исследования, определены объект и предмет изучения, изложены научная новизна, практическая ценность и апробация результатов работы.

В первой главе «Организационно-экономические основы функционирования закрытых паевых фондов венчурного инвестирования» раскрыта экономическая сущность венчурных ЗПИФов; рассмотрены основные инструменты инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России; обобщен зарубежный опыт венчурного инвестирования.

Во второй главе «Условия применения венчурных фондов в системе инвестирования инновационной деятельности в России» выявлены особенности применения венчурных ЗПИФов как действующей формы инвестирования инновационной деятельности; разработана система критериев оценки соответствия институциональных форм создания венчурных фондов в России; рассмотрены возможности построения эффективного механизма инвестирования инновационного развития экономики России.

В третьей главе «Совершенствование механизма инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России» обоснована необходимость внедрения новых и уточнения сферы применения существующих институциональных форм венчурного инвестирования инновационных компаний; рассмотрена возможность участия страховых и пенсионных фондов для инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России с применением венчурных ЗПИФов.

В заключении излагаются основные результаты и выводы проведенного исследования.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертационной работе рассматриваются следующие проблемы, порядок которых соответствуют пунктам научной новизны результатов исследования.

1. Первая группа проблем, анализируемых в диссертации, связана с определением теоретических основ развития инновационной деятельности посредством венчурного инвестирования.

В настоящее время значимость эффективного инвестиционного обеспечению инновационной отрасли помимо признания в научном сообществе получила государственную поддержку и декларируется в России на федеральном уровне, ввиду чего соответствующие направления деятельности получили отражение не только в таких документах как «Стратегия развития науки и инноваций в Российской Федерации на период до 2015 года» и «Концепции федеральных целевых программ», но были закреплены Федеральным законом N 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике». Соответствующие поправки в него были внесены в 2011 году. Одновременно возникла необходимость анализа введенных законом положений с научной точки зрения. В данной связи диссертантом проанализированы основные определения и категории инновационной деятельности («инновации», «инновационная продукция», «инновационная инфраструктура» и др.) в свете законодательной формализации; систематизированы их особенности и сопоставлены с имеющимися научными дефинициями.

Ввиду выявленных разночтений в существующих определениях «инновационной деятельности» и их неполноты, предложено ее уточнение: *инновационная деятельность – это деятельность (включая научную, техническую, технологическую, организационно-управленческую, финансовую, коммерческую и социальную деятельность), направленная на материализацию идей, результатов НИР и ОКР и изобретений: создание нового или изменение существующего продукта с выходом на новые рынки, совершенствование услуг, создание новых технологий и средств производства, а также новых форм организационно-управленческой деятельности и их последующую реализацию непосредственно или в составе производимой продукции (товаров, работ, услуг) на внутреннем и внешнем рынках.*

Авторское определение отличает примененный процессный подход к выявлению сути категории, в нем перечислены основные виды инновационной деятельности и отражается ее сущность, перечислены мероприятия, образующие данную деятельность и разделяющие ее на различные виды, а также уточнены ее результаты и подчеркнута важность коммерциализации новшеств.

В ходе исследования выявлено отсутствие в настоящее время в российских законодательных и нормативных актах определений «венчурное инвестирование», «венчурный капитал». Существующие научные определения данных категорий основаны на применении аналитического подхода (ориентированного на характеристику процесса венчурного инвестирования), в его процессном, функциональном и синергетическом варианте. В связи с этим

предложено авторское определение, которое (в отличие от имеющихся определений) базируется как на аналитическом подходе в его синергетическом варианте, так и на прагматическом, ориентированном на характеристику изменений в системе собственности и управления, для наиболее полного отражения сути определяемого экономического процесса: *«венчурное инвестирование» - процесс пространственной и временной трансформации финансовых ресурсов, выступающий формой разрешения противоречия между высокой доходностью инновационной деятельности и имманентно высокими рисками, который обусловлен синергетическим эффектом взаимоусиления финансового и интеллектуального капиталов и способствует реализации экономических интересов участников инновационного процесса.*

По мнению автора, предложенные определения имеют важное научно-практическое значение, заключающееся в возможности разработки на их базе методических положений и нормативно-правовой базы по венчурному инвестированию.

2. В рамках решения научной задачи по определению теоретических основ венчурного инвестирования, а именно, механизма инвестиционного обеспечения инновационной деятельности, его составляющих и их взаимодействия, автором аргументирована диалектическая взаимосвязь эффективности данного механизма и применяемых институциональных форм (экономических инструментов) его реализации. При этом в работе выявлена особая направленность таких инструментов на активизацию инновационной деятельности.

В диссертационном исследовании показано, что финансовый (венчурный) механизм инвестиционного обеспечения инновационной деятельности целесообразно рассматривать как совокупность финансовых (венчурных) инструментов и закрепленных в организационно-правовых формах методов их использования в целях инвестирования инновационных процессов в экономике.¹

Проведенный в исследовании анализ зарубежного опыта венчурного инвестирования позволил автору выделить пять стадий его цикла (табл. 1), при этом они соответствуют стадиям жизненного цикла проекта. Каждую стадию характеризуют² как различные задачи инвестирования, так и объемы вложений. Представлены отличия в содержании этапов жизненного цикла проектных компаний, которые создают предпосылки для специализации венчурных инвесторов на этой основе и различий в способах рискованного инвестирования.

¹ Ермакова Н.В. Механизм финансовой поддержки инновационной деятельности в условиях кризиса // Финансы и кредит. - 2009. - N 46. - С.32

² на основе Инвестиционной политики Фонда развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонда Сколково), 2011г.; Экспертно-аналитического журнала «Вектор» М.: ОАО «Банк ВТБ». 2010.- №7; Власов И.П. Частно-государственные венчурные фонды в РФ // Финансы и кредит.- 2008.- N43.- С.54

Таблица 1

Основные стадии венчурного инвестирования, соответствующие характеристики проектов и источники ресурсов.

Стадии реализации проекта	Характеристики проекта на данной стадии реализации	Необходимые направления целевого финансирования проекта на данной стадии и его результаты	Факторы привлекательности проекта для инвесторов на данной стадии	Источники финансирования на данной стадии
0. «Предпосевная» стадия (стадия идеи)	- наличие идеи, отсутствие бизнес-плана, четкой программы исследований; - наличие команды проекта с профильным опытом	Работа в инфраструктурных центрах: разработка технической концепции продукта, разработка бизнес плана, программы исследований; исследование рынка; первичные НИР, поиск инвестора; тренинги, услуги консультантов. Ориентировочный объем финансирования: до 1,5 млн. руб.	- амбициозная команда с предпринимательским потенциалом; - существенный потенциал коммерциализации проекта на глобальном рынке	Собственные средства инноваторов; бизнес-ангелы; государственные гранты
1. «Посевная» стадия (seed – зарождение)	- все вышеперечисленное - наличие первых результатов НИР; - наличие четкой программы исследований, бизнес-плана, стратегии управления интеллектуальной собственностью	Общее: получение патентов и свидетельств. Информационные технологии (ИТ): создание работающего прототипа, детальных спецификаций/архитектуры. Ядерные технологии (ЯТ): завершение НИР, создание технического проекта продукта. Биомедицинские технологии (БМТ): проверка концепции (первичное экспериментальное подтверждение работоспособности технологии). Энергоэффективность (ЭЭ): создание пилотной установки. Сроки реализации: 1-2 года. Ориентировочный объем финансирования: до 30 млн. руб.	- все вышеперечисленное; - конкурентные преимущества перед российскими или мировыми аналогами (российский рынок от \$300 млн. или мировой рынок от \$1 млрд.); - возможность выхода на продажи от \$50 млн. или капитализацию от \$100 млн. через 5 лет	Бизнес-ангелы; собственные средства инноваторов, их родственников и друзей; государственные гранты; «посевные» фонды
2. Стартовый этап (start-up)	- все вышеперечисленное - достигнуты результаты Стадии 1	Учреждение проектной компании; проведение исследований и разработок (ИиР) и разработка промышленных образцов. ИТ: создание альфа-версии, завершение НИР (для программно-аппаратных комплексов), пилотные внедрения. ЯТ, ЭЭ: создание опытно-промышленного образца. БМТ: доклинические и первые стадии клинических испытаний, завершение НИОКР (для промбиотех). Сроки реализации: до 5 лет. Объем финансирования: до 150 млн. руб.	- все вышеперечисленное - соинвестор с профильным опытом	Бизнес-ангелы; собственные средства инноваторов; государственные гранты; «посевные» фонды; венчурные фонды ранних стадий
3. Начало производства / ранняя стадия (early)	- все вышеперечисленное - достигнуты результаты Стадии 2 - руководитель компании обладает международным опытом	Создание производственной базы; начало производства и продаж проектной продукции; функционирование и развитие компании. ИТ: бета-версия, завершение ОКР (для программно-аппаратных комплексов), запуск продаж. БМТ: завершающие стадии клинических испытаний, пилотное внедрение и (или) пилотное производство (для промбиотех). ЯТ, ЭЭ: пилотное внедрение, опытная партия. Сроки реализации: 1-3 года. Объем финансирования: до 300 млн. руб.	- все вышеперечисленное - перспективы глобального прорыва компании на мировом рынке (потенциал капитализации - от \$1 млрд. в течение 5 лет)	Бизнес-ангелы; «посевные» фонды; венчурные фонды ранних стадий
4. Стадия расширения (expansion)	- все вышеперечисленное - достигнуты результаты Стадии 3	Увеличение производства и продаж проектной продукции; рост потребности в расширении производственных мощностей. Сроки реализации: 2-4 года. Объем финансирования не лимитируется.	- все вышеперечисленное	Венчурные фонды; банки; фондовые площадки

В данном контексте автором раскрыта когнитивная функция российского венчурного капитала, заключающаяся в консультационной поддержке для инвестируемых проектов, так как от венчурных инвесторов требуется не пассивное предоставление капитала, а ускорение процесса роста компании, путем принятия участия в менеджменте, стратегическом планировании и маркетинге.

В ходе исследования обосновано применение институционального подхода к определению роли и места инструмента ЗПИФ ВИ в национальной инновационной системе (НИС), который является составным элементом инфраструктуры развития инновационной деятельности. В данном контексте автор подразумевает под дефиницией «институт» – совокупность формальных, фиксированных в праве, и неформальных, фиксированных в обычном праве (обычаях), рамок, структурирующих взаимодействие индивидов в экономической, политической и социальной сферах³, а под «институциональной средой» – совокупность основополагающих социальных, политических, юридических и экономических правил, определяющих рамки человеческого поведения.⁴

В рамках решения задачи по выявлению роли и места ЗПИФ ВИ в системе инвестирования инновационной деятельности в России на современном этапе в диссертации определены формы активного участия в венчурном инвестировании важнейших институтов: государства, коммерческих и некоммерческих организаций, частных инвесторов, и выявления приоритетной их роли на каждой стадии жизненного цикла инновационного проекта, автором проанализирована специфика развития инновационной деятельности в России, которая заключается в том, что в условиях низкой инновационной активности российского частного бизнеса основную нагрузку по финансированию фундаментальных и прикладных исследований и разработок в России в настоящее время несет государство, на которое приходится более 60% всех внутренних затрат на ИиР. Так, в 2009 г., несмотря на резкое ухудшение макроэкономической ситуации в стране, бюджетные затраты на ИиР превысили 480 млрд. руб.⁵, что сопоставимо с уровнем многих ведущих развитых стран. Вместе с тем, эффективность государственных ассигнований на исследовательские цели в России пока остается невысокой, что объясняется целым рядом факторов, способствующих сохранению в России значительного числа институтов исследовательского профиля, занимающихся перспективными ИиР, но не вовлеченных в создание инновационных продуктов и функционирующих обособленно от реального сектора экономики.

В этой связи автором сделан вывод о необходимости повышения эффективности государственного финансирования, которое выступает значимым фактором ускорения инновационного процесса в стране за счет его концентрации

³ Олейник А.Н. Институциональная экономика: учеб. пособие. М.: Инфра-М. 2000. 415с.

⁴ Институциональная экономика: новая институциональная экономическая теория: учебник / Под общ. Ред. А.А. Аузана. М. 2005. 415с.

⁵ По данным Федеральной службы государственной статистики. Промышленность России, 2010г. [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.gks.ru/>

на приоритетных направлениях научного и технологического развития с расширением участия частного капитала и совершенствованием механизмов его венчурного инвестирования и стимулирования.

При этом следует заметить, что венчурное предпринимательство в России сегодня находится на начальном этапе развития и пока играет весьма ограниченную роль в инвестировании инноваций. Так, по данным за июль 2011 года в России действовало 66 венчурных фондов в форме ЗПИФ ВИ с объёмом капитала около 2 млрд. долл. без учета фондов прямых инвестиций⁶.

Проведенный анализ распределения венчурных вложений по стадиям инновационных проектов позволил автору оценить условия применения институциональной формы ЗПИФ ВИ для инвестирования инновационной деятельности в России (табл. 2).

Таблица 2

Распределение объемов и числа инвестиций по стадиям, относительная доля инвестиций разных стадий в общем объеме инвестированного капитала в России⁷

<i>Инвестиционные стадии</i>	<i>Показатели</i>	<i>2007 г.</i>	<i>2008 г.</i>	<i>2009 г.</i>	<i>2010 г.</i>
Посевная и начальная, а также ранняя стадии	Число инвестиций	34	67	48	78
	Объем инвестиций, млн. долл.	108	162	123,75	151,30
	Доля в общем объеме инвестиций, %	11	11	24	6
Стадии расширения, реструктуризации и поздние	Число инвестиций	51	53	21	45
	Объем инвестиций, млн. долл.	909	1310	384,15	2343,54
	Доля в общем объеме инвестиций, %	89	89	76	94

На основании статистических данных выявлено, что наиболее эффективно в России работают ЗПИФы ВИ с объемом от 1 млрд. руб., которые значительно превышают потребности «посевого» инвестирования.

Относительно малый общий объем инвестиций на «посевной» и ранней стадиях, малое число стартовых проектов (отсутствие «потока сделок»), с одной стороны, являются следствием неэффективности НИС в целом и обусловлены отсутствием экономической институциональной формы для образования небольших частных «посевных» фондов; с другой стороны – наглядно представляют те условия, в которых должна работать такая форма. В то же время выявленный значительный объем вложений на «послепосевных» стадиях венчурного инвестирования свидетельствует о приемлемости использования для них инструмента ЗПИФ ВИ.

⁶ По данным Национальной лиги управляющих [Электронный ресурс] <http://nlu.ru>; Стенографический отчет о заседании Комиссии по модернизации и технологическому развитию экономики России // Президент.рф: офиц. сайт Администрации Президента РФ. 2010. 27 июля. URL: <http://президент.рф/выступления/8474> (дата обращения 16.11.2010)

⁷ Предварительный обзор рынка: Прямые и венчурные инвестиции в России 2010. – СПб.: «РАВИ», 2011. – 50с.

3. В рамках решения задачи исследования зарубежного опыта в контексте институциональных форм, способов и источников инвестирования инновационной деятельности диссертантом проведен анализ организации процесса венчурного инвестирования в развитых странах, который позволил обосновать необходимость дифференцированного подхода к организационно-экономическим формам его применения в России.

В ходе исследования автором выявлен ряд стран, успешно развивающих свою инновационную отрасль: США, Германия, Великобритания, Израиль, Швейцария, Финляндия, Китай, Бразилия. Существующие в них предпочтения венчурных инвесторов относительно стадий финансирования проектов (бизнес-ангелы – «посевная» стадия, фонды – стадии «ранняя», «расширение»), источников венчурного капитала (преобладание средств пенсионных фондов и страховых компаний) и его структуры (преобладание частного капитала) позволили автору сделать выводы о приоритетных направлениях развития соответствующих инструментов инвестирования инновационной деятельности с учетом отечественной специфики.

Исследование мировой практики позволило диссертанту проверить и подтвердить встречающееся в существующих научных трудах мнение, что наиболее подходящей организационной формой венчурного фонда в англо-американском праве является договор о партнерстве с ограниченной ответственностью (*Limited Partnership, LP*, коммандитное товарищество).

В направлении исследования ЗПИФ ВИ как действующей формы инвестирования инновационной деятельности в России автором оценены изменения в функционировании ЗПИФ ВИ в свете последних нормативных нововведений, приближающих данную организационно-правовую форму к наиболее часто применяемой форме *LP*. Сделан вывод о применимости ЗПИФ исключительно в проектах, реализуемых в рамках государственно-частного партнерства (ГЧП), из-за ее подверженности значительному контролю ФСФР России (что является положительной стороной ЗПИФ ВИ для участия в них государственных средств, но не соответствует общемировым критериям формы для учреждения исключительно частных фондов).

Принимая во внимание, что во всех ведущих зарубежных странах государство играет важную роль в обеспечении инновационного развития экономики, наращивая собственные вложения и стимулируя с помощью различных налоговых и финансовых инструментов приток частного капитала в этот сектор, автором сделан вывод о перспективности применения в России механизма ГЧП в инновационной деятельности, одним из инструментов которого является форма ЗПИФ ВИ.

Для решения задачи по разработке качественных и количественных критериев оценки соответствия институциональной формы для создания венчурных фондов в России автором исследованы как внутренние, так и внешние факторы, влияющие на функционирование данных инструментов с учетом особенностей российской практики венчурного инвестирования. Так же проанализирована зарубежная форма *LP*.

В результате автором разработана система критериев оценки соответствия тех или иных организационно-экономических форм учреждения венчурных фондов в России, основными среди которых являются: «налоговая прозрачность» организационной формы фонда (инвестиционные операции фонда не должны подлежать налогообложению); обеспечение юридических гарантий защиты интересов группы инвесторов (блокирование одностороннего преждевременного «выхода» из состава участников); обеспечение долгосрочности (5-7 лет) венчурных вложений; возможность у венчурного инвестора «входа» в проект как миноритарного акционера, притом, что за основателем проекта сохраняется контрольный пакет; обеспечение инвесторам непосредственного доступа к объектам инвестирования, участия в принятии решений в их деятельности, контакт с командой проекта, ее информационная прозрачность для инвесторов; ограничение ответственности инвесторов по обязательствам фонда в пределах внесенных ими вкладов; соблюдение принципа *commitments* (поэтапного внесения вкладов в фонд).

Существенным отличием предложенных автором критериев от уже существующих является их системность, полнота и диверсифицированный подход к институциональным формам фондов («посевные» и венчурные) с учетом актуальных потребностей для развития НИС.

Так, автором предложен критерий для институциональных форм фондов, ориентированных на частный капитал, «посевные» проекты, либо соинвестирование бизнес-ангелов с государственными «посевными» фондами (минимально допустимый экономически целесообразный объем фонда, низкие транзакционные издержки), а также критерии для крупных фондов, ориентированных на применение в механизме ГЧП (регламентация деятельности фонда и вложений нормативными документами ФСФР России; необходимость раскрытия информации, согласования инвестиций с депозитарием; требование к значительному объему собственных средств управляющей компании (УК)).

В рамках формирования критериев автором исследованы и систематизированы внешние факторы НИС, влияющие на функционирование венчурных фондов, и, соответственно, на образующую их институциональную форму. К числу наиболее существенных факторов отнесено отсутствие в российском законодательстве на сегодняшний день приемлемой правовой формы для создания относительно небольших венчурных фондов объемом до десяти миллионов долларов, которые нужны для «посевных» инвестиций.

В диссертации проведена оценка соответствия формы ЗПИФ ВИ разработанной автором системе критериев. В результате получен вывод о формальном удовлетворении институциональной формой ЗПИФ ВИ всем требованиям для образования венчурных фондов, за исключением соответствия критериям для образования частных нерегистрируемых венчурных фондов «посевных» инвестиций.

В диссертационном исследовании показано, что формой ЗПИФ ВИ унаследованы многие характеристики от первоначального типа ПИФов,

ориентированных на широкий круг инвесторов, что потенциально сужает рамки и накладывает ограничения на его применение, затрудняет использование, тиражирование частным бизнесом для локальных венчурных проектов с немногочисленным составом пайщиков и относительно небольшой стоимостью чистых активов фонда. В связи с этим применение данной институциональной формы инвестирования инновационной деятельности ограничено сферой развития крупных проектов «послепосевных» стадий в рамках ГЧП, со значительными бюджетами, требующими строгого контроля и безопасности вложений, регламентированности деятельности.

При этом в рамках диверсифицированного подхода автором отмечены положительные стороны институциональной формы ЗПИФ ВИ (табл. 3), связанные с накопленным существенным опытом и произведенными корректировками данного инструмента за несколько лет его применения в российской практике как единственной существующей в России организационной формы для учреждения венчурных фондов.

Таблица 3.

Положительные стороны ЗПИФ ВИ как инструмента ГЧП для инвестирования крупных проектов на стадии расширения

<i>№ п/п</i>	<i>Преимущества</i>
<i>1</i>	Деятельность управляющих компаний венчурных ЗПИФов регламентируется и лицензируется государством;
<i>2</i>	Равноправные условия для всех инвесторов;
<i>3</i>	Высокие требования к нормативной отчетности, что обеспечивает высокую прозрачность операций Управляющей компании ЗПИФов;
<i>4</i>	Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом, что позволяет осуществлять налоговую оптимизацию инвестиционных сделок;
<i>5</i>	Лучшая устойчивость к возможным попыткам недружественного поглощения;
<i>6</i>	Наличие преимуществ для учрежденной инновационной компании при ее последующем выводе на IPO;
<i>7</i>	Возможность формирования фонда как денежными средствами, так и имуществом;
<i>8</i>	Возможность использования инвестиционных паев в качестве предмета залога;
<i>9</i>	Возможность получения инвестиционного дохода без уменьшения количества паев;
<i>10</i>	Возможность участия в фонде иностранного капитала.

Тем не менее, существуют факторы, которые серьезно снижают эффективность ЗПИФ ВИ как институционального инструмента развития инновационной деятельности на современном этапе. Среди них – имеющиеся ограничения в деятельности УК ЗПИФов, отсутствие в России на современном этапе достаточного количества достойных финансирования проектов («потока сделок») на всех стадиях развития и отсутствие опыта управления венчурными проектами. Данные факторы свидетельствуют о необходимости широкого применения более востребованных для развития российской НИС практик и форм инвестирования. Диссертантом выдвинута гипотеза о том, что инструмент ЗПИФ ВИ для инвестирования инновационной деятельности в России сможет

продемонстрировать свои преимущества в полной мере, когда увеличится число инвестиционно привлекательных венчурных проектов, способствовать которому сможет развитие системы небольших «посевных» фондов венчурного капитала и сообществ бизнес-ангелов, как это показал успешный международный опыт их работы. Недостатки, связанные с таким применением формы ЗПИФ ВИ, представлены автором в табл. 4.

Таблица 4.

*Недостатки институциональной формы ЗПИФ ВИ
для инвестирования инновационных проектов «посевной» стадии*

№ n/n	Недостатки
1	Необходимость привлечения управляющей компании (УК) к созданию и доверительному управлению ЗПИФом предполагает выплату инвесторами вознаграждения УК за счет имущества, составляющего ЗПИФ;
2	Требования к значительному объему собственных средств и необходимость лицензирования управляющей компании ЗПИФа, согласно нормативам, что делает нереальным учреждение для многих инновационных менеджеров собственной УК для управления имуществом своего посевного фонда;
3	Форма ЗПИФ требует серьезных операционных затрат, что при незначительном объеме фонда существенно снижает объем средств для инвестирования. Расходы на депозитарий, регистратора и аудитора превышают 13-39 тыс. долл. ежегодно; ⁸
4	Жесткая регламентация деятельности всех участников процесса не позволяет быстро реагировать на рыночные изменения;
5	Вознаграждение управляющей команды и владельцев паев Фонда не соответствует международной практике взимания вознаграждений и выплаты дохода.

4. На основе исследования инструментов венчурного инвестирования применительно к текущим отечественным условиям в диссертации решена задача по конкретизации стратегических направлений развития инновационной деятельности (рис. 1).

Автором предложен комплекс мер для устранения дисбаланса между созданием условий для наиболее полного и качественного инвестиционного обеспечения инновационных проектов, с учетом существующего и прогнозируемого спроса на венчурный капитал, когнитивного обеспечения проектов, уровня нормативно-правового регулирования данной сферы, с одной стороны, и необходимостью совершенствования законодательства с целью кратного увеличения количества высокотехнологичных проектов начальных стадий, которые, в свою очередь, будут способствовать привлечению частных инвестиций в наукоемкие отрасли, с другой.

В рамках одного из стратегических направлений, касающегося стимулирования инвестиционной активности частного капитала, в контексте формирования адекватных современным потребностям инвестиционного обеспечения НИС институциональных условий учреждения венчурных фондов и

⁸ Куликова Е. Оптимизация налогообложения для владельцев коммерческой недвижимости (авторская версия) [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.pifconsulting.ru/publications_more/25/7/10/

упрощения формальных требований к их созданию и функционированию, диссертантом предложена институциональная форма, удовлетворяющая потребностям и интересам именно индивидуальных частных инвесторов, в том числе при соинвестировании с государственными «посевными» фондами и зарубежными инвесторами, которая устраняет недостатки ЗПИФ ВИ в части данных направлений развития инновационной деятельности.



Рис. 1. Стратегические направления развития инновационной деятельности в России

В этой связи предлагается объединение преимуществ уже упомянутых форм *LP*, широко используемой в мировой практике, и российской формы договора простого товарищества (ДПТ) посредством введения в российское законодательство специальной разновидности ДПТ (в которой будут устранены имеющиеся недостатки данной формы для учреждения инвестиционных фондов), предложенной в Законопроекте⁹, разработанном российскими институтами развития совместно с Министерством экономического развития РФ. Новая форма носит название «инвестиционное товарищество» (ИТ), является договором, заключаемым для коллективного осуществления инвестиционной венчурной деятельности и институционально максимально приближена к *LP*.

При этом ИТ занимает своего рода промежуточное положение между товариществом на вере и договором о совместной деятельности. Одновременно с этим, при объединении положительных свойств ДПТ и товарищества на вере, в институциональной форме ИТ устранены сопутствующие недостатки существующего законодательства, присущие имеющимся институтам (ДПТ, ЗПИФ ВИ), а также имеющиеся искусственные препятствия и ограничения, которые сдерживают их использование для коллективных инвестиций.

5. В целях эффективного инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России диссертантом решена задача, связанная с определением возможных направлений реализации потенциала инструмента ЗПИФ ВИ в перспективе. По мнению автора, ввиду того, что ЗПИФ ВИ является работоспособным инструментом коллективного венчурного инвестирования (крупных проектов), не лишенным свойственных только ему преимуществ (благодаря многочисленным преобразованиям), актуальными являются следующие рекомендации по повышению эффективности применения данной формы для учреждения венчурных фондов:

- усиление когнитивной составляющей в процессе инвестирования инновационной деятельности посредством формы ЗПИФ ВИ, предложены направления по ее повышению;

- учет минимальной экономически целесообразной стоимости чистых активов ЗПИФ ВИ при принятии решения о форме учреждения фондов;

- учет особенностей инвестиционного и финансового анализа при принятии решений об инвестировании посредством именно ЗПИФ ВИ в связи с выявленной их особенностью (ориентированность на вложения в венчурные предприятия на стадии расширения);

- возможность в перспективе привлечения средств негосударственных пенсионных фондов для инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России с применением ЗПИФов ВИ и использованием механизма государственных гарантий по их вложениям.

В качестве основного критерия эффективности ЗПИФ ВИ как инструмента развития инновационной деятельности в исследовании принято

⁹ Проект Федерального закона N 557184-5 «Об инвестиционном товариществе» (принят ГД ФС РФ в первом чтении 29.06.2011).

общее количество проинвестированных им инновационных проектов. Другие показатели отражены в модели реализации потенциала инструмента ЗПИФ ВИ, разработанной на основе институционального подхода (рис. 2).

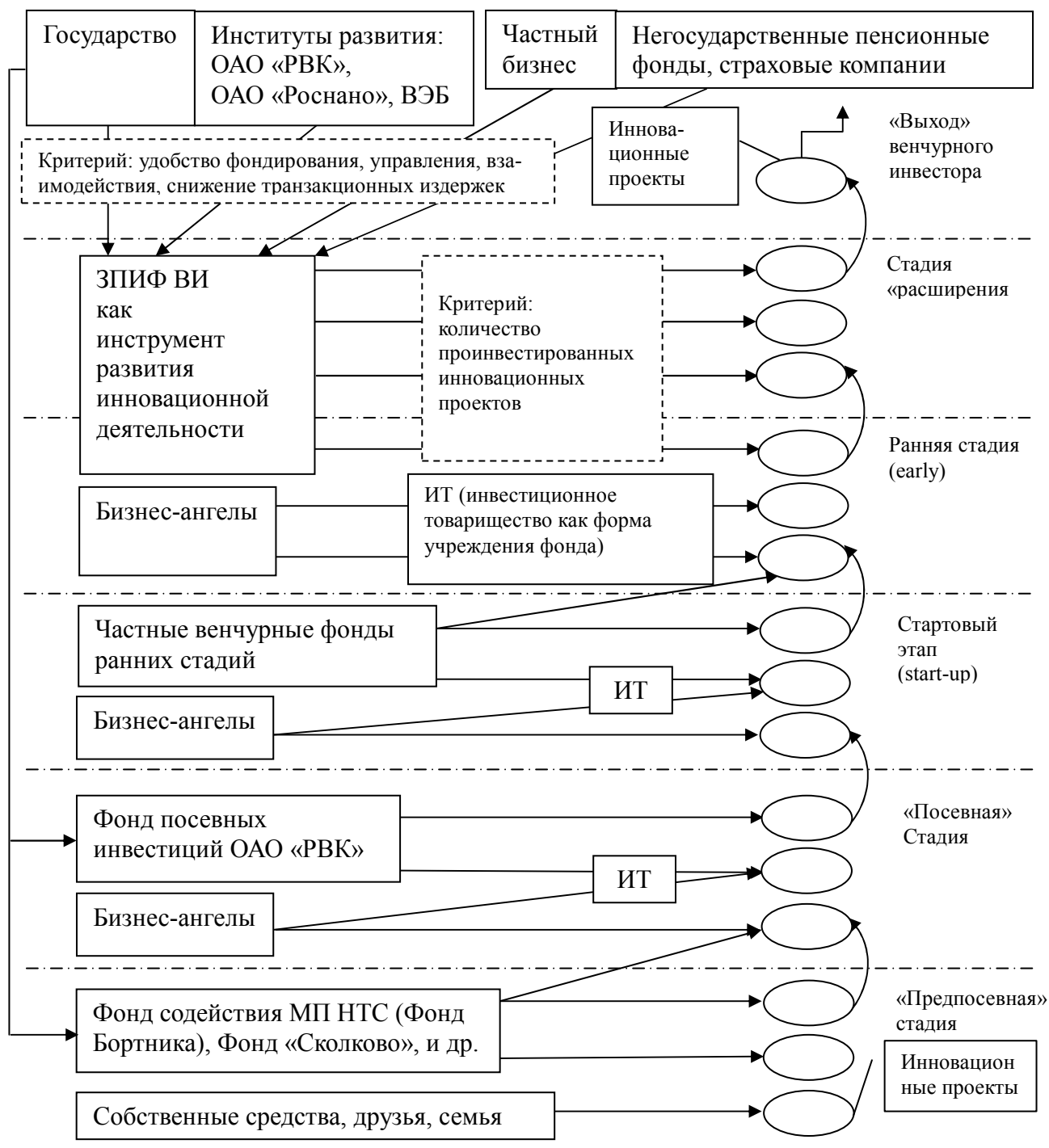


Рис. 2. Модель реализации потенциала инструмента ЗПИФ ВИ как инструмента развития инновационной деятельности в России

При принятии решения о той или иной институциональной форме структурирования венчурного фонда большое значение помимо прочих факторов оказывает предполагаемый объем обязательств инвесторов фонда (*commitments*), от которых напрямую зависят финансовые возможности фонда и величина стоимости его чистых активов (СЧА). В данной связи в диссертации

произведен расчет минимально приемлемой среднегодовой $СЧА_{\min}$ и соответствующие ей транзакционные издержки инвесторов на основе построенной финансовой модели венчурного фонда, как наиболее критические факторы при выборе формы ЗПИФ ВИ для учреждения фонда. В результате расчетный объем минимально допустимой среднегодовой $СЧА_{\min}$ ЗПИФа ВИ составил 28,5 млн. руб. При этом, в случае принятия инвесторами решения об учреждении собственной УК для ЗПИФ ВИ, требуемый объем капитала увеличится на 60 млн. руб.¹⁰, и объем средств для учреждения фонда в форме ЗПИФ ВИ превысит 210 млн.руб.

Данный расчет подтверждает выводы о неприменимости формы ЗПИФ ВИ для структурирования небольших частных «посевных» фондов ввиду значительных издержек на обеспечение инфраструктурных расходов и необходимости значительного общего объема инвестируемого капитала.

Значимость проведенного расчета очевидна при выборе формы учреждаемых венчурных фондов управляющими компаниями, а также бизнес-ангелами, рассматривающими возможность объединения в сообщество.

ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

В диссертации исследованы институциональные условия деятельности венчурных инвесторов в инновационной сфере, проанализированы условия и факторы, определяющие выбор форм и способов инвестиционного обеспечения инноваций, разработаны рекомендации по управлению организационно-экономическими инструментами развития инновационной деятельности.

Проведенное исследование позволяет сделать обобщения теоретического и практического характера.

1. На основе анализа теоретических подходов к раскрытию дефиниций «инновации» и «венчурный капитал» уточнены определения «инновационная деятельность» и «венчурное инвестирование». Механизм венчурного инвестирования как совокупность финансовых инструментов и закрепленных в организационно-правовых формах методов размещения венчурного капитала способствует развитию инновационной деятельности посредством ее инвестиционного обеспечения.

2. Установлено, что текущая отечественная специфика развития инновационной деятельности заключается в приоритете государственной инициативы по ее финансированию в условиях низкой инновационной активности частного капитала. Выявлено, что форма ЗПИФ ВИ стала использоваться в качестве основного инвестиционного инструмента в системе поддержки инновационного бизнеса в России с 2006 г., когда были учреждены государственные институты развития (ОАО «РВК» и ОАО «Роснано» и др.), что определяет место данного инструмента в национальной системе инвестирования инновационной деятельности. Определена недостаточная эффективность инвестиционной поддержки российских венчурных проектов на ранних стадиях, потребности которых серьезно отличаются от потребностей

¹⁰ Согласно требованию к минимальному размеру уставного капитала УК ЗПИФ ВИ – 60 млн.руб.

предприятий на более поздних стадиях.

Оценены современные условия применения инструмента ЗПИФ ВИ в России, характеризующиеся малым общим объемом инвестиций на «посевных» и ранних стадиях, малым числом стартапов (отсутствием «потока» инновационных проектов). Выявлена несвоевременная активизация венчурных фондов в России относительно общего уровня развития инновационной сферы, в то время как для развития наиболее востребованных инвестиций на ранних стадиях не созданы все необходимые условия. Отмечена приемлемость инвестиционного инструмента ЗПИФ ВИ для инвестирования масштабных проектов на «постпосевных» стадиях.

3. Изучен зарубежный опыт в контексте институциональных форм, способов и источников инвестирования инноваций. Выявлено, что венчурная модель развития инновационной деятельности успешно себя проявляет в западных государствах: США, Великобритании, Франции, Германии, Испании, Израиле, и др., а так же динамично развивается в странах БРИК. При этом большая часть венчурных фондов в развитых странах в настоящее время финансируется частным капиталом, а в структуре их источников устойчиво преобладают институциональные инвесторы (пенсионные фонды), что в корне отличает их от российских аналогов. Выявлено, что катализатором развития инновационной деятельности в развивающихся странах является механизм государственно-частного партнерства. Совместные вложения в развитых странах осуществляются посредством не только венчурных фондов, но и других специализированных институтов, содействующих реализации инновационных проектов. Установлено, что в большинстве случаев организационно-экономической формой для данных фондов в мировой практике выступает *Limited Partnership*. Выявлены преимущества данной формы: возможность резервирования капитала, налоговая «прозрачность», организационная гибкость, гибкость в управлении фондом и при ликвидации портфельных компаний, ограничение конкуренции между учредителями, малая степень контроля за деятельностью УК государственными регулирующими органами и высокая степень контроля инвесторов за УК. Установлено, что эффективное инвестирование инновационных проектов на ранних стадиях развития в развитых странах происходит в значительной степени за счет вложений частных индивидуальных инвесторов.

4. Установлено, что ЗПИФ ВИ формально является единственной организационно-экономической формой образования венчурных фондов в России. Уточнены особенности данной формы:

- значительная законодательная регламентация деятельности многочисленными действующими правовыми нормами всех уровней, обусловленная преобразованием данной формы для венчурных целей из института коллективного инвестирования для большого числа частных инвесторов;

- необходимость наличия «потока» инвестируемых проектов, в отсутствие которого применение данного инструмента инвестирования инноваций не эффективно в силу необоснованно больших транзакционных издержек.

Выявлены особенности управления активами ЗПИФов ВИ, их возможный

состав и структура, проанализирована российская специфика инвестиционного процесса венчурных фондов в данной форме. Сделан вывод о формальном соответствии ЗПИФ ВИ задачам венчурного инвестирования при его применении в крупных проектах в рамках государственно-частного партнерства.

5. Предложена и апробирована система критериев оценки соответствия институциональной формы для создания венчурных фондов в России. В результате анализа имеющихся российских организационно-правовых форм согласно разработанным критериям сделан вывод о наилучшем соответствии для регистрации частных венчурных фондов формы ДПТ, что подтверждается мнениями практиков венчурного бизнеса. Проведено сравнение форм ДПТ и ЗПИФ ВИ в свете последних законодательных нововведений, наиболее приближающих последнюю к мировым стандартам. Уточнены имеющиеся препятствия в сфере функционирования системы инвестирования инноваций в России, на основании анализа которых сделан вывод о необходимости внедрения институциональной формы для «посевого» частного инвестирования и создания небольших венчурных фондов на уровне отдельных проектов.

6. Произведена оценка формы ЗПИФ ВИ согласно разработанным критериям. Исследованы барьеры для венчурной системы, непосредственно влияющие на деятельность ЗПИФ ВИ, и наиболее существенные недостатки формы ЗПИФ ВИ для инвестирования проектов на «посевной» стадии. Установлены преимущества инструмента ЗПИФ ВИ, проявляющиеся в наиболее широкомасштабных проектах, требующих значительного объема вложений, а так же на поздних стадиях объектов инвестирования.

7. Обоснованы стратегические направления развития инновационной деятельности в России на основе анализа венчурных инструментов ее инвестирования применительно к текущим отечественным условиям. Среди них: увеличение потока инновационных проектов «посевной» стадии, стимулирование инвестиционной активности частного капитала (включает оптимизацию применения ЗПИФ ВИ как формы инвестирования инноваций и упрощение формальностей в сфере образования частных венчурных фондов) и обеспечение инновационной отрасли квалифицированными кадрами. Предложена перспективная институциональная форма для развития инновационной деятельности в России – модель распределенного партнерства.

8. Приведены аргументы в пользу применения новой организационно-экономической формы для образования частных «посевных» венчурных фондов – инвестиционного товарищества, соответствующей всем критериям для данной деятельности, применяемым в исследовании.

9. Предложены направления реализации потенциала инструмента ЗПИФ ВИ в целях эффективного инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России с учетом ее прогнозируемого развития:

– перечислены меры по усилению когнитивной составляющей в процессе инвестирования посредством формы ЗПИФ ВИ;

– предложены рекомендации по отбору инвестиционных проектов

венчурным фондом с учетом особенностей инвестиционного и финансового анализа при принятии решений об инвестировании посредством ЗПИФов ВИ, предусматривая вложения в венчурные проекты на стадии расширения;

– рассчитана минимальная экономически целесообразная среднегодовая СЧА ЗПИФа ВИ для принятия решения о форме учреждения венчурного фонда и соответствующие транзакционные издержки на основе построенной финансовой модели;

– выявлена перспективная возможность привлечения средств негосударственных страховых и пенсионных фондов для инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России с применением ЗПИФов ВИ и использованием механизма государственных гарантий по их вложениям.

СПИСОК РАБОТ, В КОТОРЫХ ОПУБЛИКОВАНЫ ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ

Научные статьи, опубликованные в изданиях из перечня ВАК РФ:

1. *Кулебякин К.А.* Направления совершенствования институциональной среды инвестиционного обеспечения инновационной деятельности в России // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2010. – Т.36. – С. 296-303. – 0,4 п.л.

2. *Кулебякин К.А.* Закрытые паевые инвестиционные фонды венчурных инвестиций в системе инвестирования инновационной деятельности в России // Вестник Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова. Серия Гуманитарные науки. – 2011. – №2. – С. 198-201. – 0,4 п.л.

3. *Вахрушев Д.С., Кулебякин К.А.* Формирование адекватных институциональных условий деятельности венчурных фондов в стратегическом направлении развития инновационной деятельности в России // Актуальные проблемы экономики и права. – 2011. – №3. – С. 76-81. – 0,5 п.л. (личный вклад автора – 0,25 п.л.).

Публикации в других изданиях:

4. *Кулебякин К.А.* ПИФы как институты рынка ценных бумаг // Свет науки молодой: материалы 35 научной студенческой конференции экономического факультета ЯрГУ им. П.Г. Демидова, 20 апреля 2007г. - Ярославль, 2007. С. 37-38. – 0,1 п.л.

5. *Кулебякин К.А.* Рекомендации частным инвесторам по управлению портфелем ПИФов // Актуальные проблемы развития российской экономики в условиях формирования информационного общества: межвузовский сборник научных статей. – Ярославль, 2008. С. 115-122. – 0,5 п.л.

6. *Вахрушев Д.С., Кулебякин К.А.* Управление инвестиционным обеспечением инновационных компаний через венчурный ЗПИФ // Актуальные проблемы развития российской экономики в условиях формирования информационного общества: межвузовский сборник научных статей. – Ярославль, 2008. С. 180-186. – 0,4 п.л. (личный вклад автора – 0,2 п.л.).

7. *Кулебякин К.А.* Влияние информатизации на функционирование паевых инвестиционных фондов // Шестидесят вторая региональная научно-техническая конференция студентов, магистрантов и аспирантов высших учебных заведений с международным участием «Молодежь. Наука. Инновации - 2009»: Тезисы докладов. - Ярославль, 2009. С. 292. – 0,1 п.л.

8. *Кулебякин К.А.* Управление коллективными инвестициями с учетом современных информационных технологий // Материалы докладов XVI Международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов - 2009». – МГУ. М.: МАКС Пресс, 2009. [Электронный ресурс] – 1 электрон. опт. диск (CD-ROM); 12 см. – 0,2 п.л. ISBN: 978-5-317-02774-2

9. *Кулебякин К.А.* Развитие государственных механизмов и институтов поддержки инновационного бизнеса // Финансово-экономический кризис и пути выхода из него: сборник научных статей. – Ярославль, 2009. С. 110-117. – 0,5 п.л.

10. *Кулебякин К.А.* Экономические аспекты совершенствования деятельности управляющих компаний ПИФов // Актуальные проблемы современной экономической науки: сборник материалов 4-й межрегиональной университетской научно-практической конференции – Ярославль, 2009. С. 53-57. – 0,2 п.л.

11. *Кулебякин К.А.* Организационно-финансовый механизм паевых инвестиционных фондов под влиянием IT-технологий // Новая российская экономика: движущие силы и факторы: материалы международной научно-практической конференции молодых ученых и аспирантов. – Ярославль, 2009. С. 159-162. – 0,2 п.л.

12. *Кулебякин К.А.* Закрытый ПИФ как инструмент финансирования деятельности российских компаний // Молодежь и экономика: материалы VII международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов, том III. – Ярославль, 2010. С. 77-78. – 0,1 п.л.

13. *Кулебякин К.А.* Развитие инвестиционного обеспечения венчурных проектов как фактор активизации инновационной деятельности // Новая российская экономика: движущие силы и факторы: материалы международной научно-практической конференции молодых ученых и аспирантов. – Ярославль, 2010. С. 64-66. – 0,1 п.л.

14. *Кулебякин К.А.* Инвестирование инновационной деятельности в России с помощью закрытых паевых инвестиционных фондов венчурных инвестиций // IV Посниковские чтения: материалы региональной научно-практической конференции. – Смоленск, 2011. С. 54-58. – 0,3 п.л.

15. *Кулебякин К.А.* Специфика способов и институциональных форм инвестирования инновационной деятельности в России // Материалы докладов XVIII Международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов - 2011». – МГУ. М.: МАКС Пресс, 2011. [Электронный ресурс] – 1 электрон. опт. диск (CD-ROM); 12 см. – 0,2 п.л. ISBN: 978-5-317-03634-8