

ФИНАНСЫ, КРЕДИТ, СТРАХОВАНИЕ

УДК 336.02

О. В. Мотовилов, Н. В. Лукашов

ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ В РОССИИ И ЕГО НАЛОГОВОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ

Введение

Стартовавший в нашей стране более 20 лет назад переход к рыночным отношениям сделал возможным возникновение венчурного предпринимательства, в том числе в инновационной сфере. К сожалению, назвать этот процесс интенсивным не представляется целесообразным, хотя целый ряд фирм за прошедшее время занял достойное место на рынке и получили известность не только в России, но и за рубежом. Различные аспекты становления инфраструктуры венчурного рынка в последнее время вызывают заметный интерес отечественных исследователей. В частности, можно отметить работы Е. В. Бокарева [1], Л. П. Веревкина [2], О. Г. Демина [3], И. А. Лиман [4], М. П. Маслова [5], Е. В. Мугаевой [6] и др.

Особенностью настоящей статьи является то, что анализ ситуации с венчурным финансированием дополнен выяснением причин низкого интереса частного отечественного капитала к процессу формирования создаваемых при поддержке государственных средств венчурных фондов и рекомендациями по налоговому стимулированию фирм, инвестирующих средства в собственные внешние венчуры или сторонние инновационные фирмы-стартапы.

Развитие венчурной сферы в России

В США более полувека назад для поддержки малых фирм, создававшихся для реализации новаторских идей своих учредителей — изобретателей или инженеров,

Олег Владимирович МОТОВИЛОВ — д-р экон. наук, профессор кафедры экономики исследований и разработок СПбГУ. В 1980 г. окончил экономический факультет ЛГУ и с этого времени работает в Университете. В 1995 г. защитил докторскую диссертацию. Сфера научных интересов: финансирование научно-инновационной сферы, банковская система России и банковские операции. Автор более 90 публикаций, в том числе нескольких монографий, учебников и учебных пособий, e-mail: olegom2336@mail.ru

Николай Владимирович ЛУКАШОВ — канд. экон. наук, доцент кафедры ЭИР. В 2001 г. окончил экономический факультет СПбГУ. В 2008 г. защитил кандидатскую диссертацию. Сфера научных интересов: оценка коммерческой и социально-экономической эффективности нововведений, управление проектными рисками, инвестиционное проектирование. Автор 19 научных и учебно-методических работ, e-mail: nvlukashov@mail.ru

© О. В. Мотовилов, Н. В. Лукашов, 2013

владеющих патентами на изобретения или являющихся носителями ноу-хау (далее они будут именоваться венчурными фирмами), начали образовываться венчурные фонды. Постепенно они стали важнейшим фактором роста базировавшихся в Силиконовой долине так называемых инновационных стартапов, обеспечивая их необходимыми финансовыми ресурсами, получить которые от традиционных источников (банков, фондового рынка и др.) они, как правило, были не в состоянии. О целесообразности появления венчурного финансирования заговорили в начале 1990-х годов и в нашей стране. Однако экономическая и политическая ситуация в России того времени, а главное — отсутствие в принципе физических и юридических лиц, в том числе институциональных инвесторов, готовых вкладывать средства в малопонятные тогда венчурные фонды, которые инвестировали бы их в инновационные проекты, не способствовали созданию соответствующей инфраструктуры.

В итоге первые венчурные фонды были сформированы по инициативе из-за рубежа Европейским банком реконструкции и развития (решение о выделении России 300 млн долл. на развитие венчурного инвестирования было принято на встрече министров государств «Большой восьмерки» в Токио в апреле 1993 г.). Управляющие компании, руководившие деятельностью этих фондов, также были иностранными. Да и назвать эти фонды венчурными можно было лишь с очень большой натяжкой, поскольку они должны были совершать инвестиции в размере от 240 тыс. ECU до 2,4 млн ECU в компании с числом работающих от 200 до 5000 человек, которые были приватизированы в первой половине 1990-х годов [7, с. 86–94]. Иначе говоря, инвестируемые фирмы — это не молодые, созданные под инновационный проект, а уже давно существовавшие предприятия, подпавшие под программу приватизации. Таким образом, созданные фонды, по сути, представляли собой фонды прямых инвестиций, не ориентированные на создание новой продукции и технологий. Риск же заключался в приходе на новый для зарубежных управляющих компаний и не очень понятный им рынок, действующий в условиях не сформировавшегося тогда еще законодательства, но одновременно представлявшийся весьма заманчивым с учетом имевшегося в стране научно-технического потенциала.

В последние годы отечественная венчурная инфраструктура формируется под активным влиянием созданной согласно постановлению Правительства РФ в 2006 г. «Российской венчурной компании» (РВК), имеющей статус открытого акционерного общества со 100%-ным государственным участием — своеобразного фонда фондов, реализующего идею государственно-частного партнерства. В данном случае она заключалась в том, чтобы за счет государственных средств (предоставленных РВК), а также привлеченных на рынке частных инвестиций создать ряд венчурных фондов в форме закрытых паевых инвестиционных фондов (ПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций, которые, в свою очередь, обеспечат венчурным капиталом новые инновационные фирмы, приобретая их акции или доли. Задача эта возлагалась на частные управляющие компании, которые отбирались на конкурсной основе. Данное решение имело определенную логику, поскольку к тому времени на рынке уже работало довольно большое их количество, и у них появился опыт инвестирования активов ПИФ и негосударственных пенсионных фондов, который мог оказаться полезным в новой сфере их деятельности, хотя ее специфика и требовала преимущественно иных компетенций. Сама форма закрытых ПИФ особо рискованных (венчур-

ных) инвестиций к тому времени уже была введена в правовое поле, равно как и их возможный состав и структура [8].

В значительной степени задуманное удалось реализовать: по данным на ноябрь 2012 г., под эгидой РВК было сформировано 12 фондов, их размер превысил 26 млрд рублей (при этом доля самой компании — более 16 млрд рублей), число проинвестированных фондами инновационных компаний достигло 126, а совокупный объем вложенных средств составил около 10,8 млрд рублей [9].

Кроме того, для более полного представления о потенциале венчурного финансирования отметим, что в 2006–2013 гг. Министерством экономического развития РФ совместно с администрациями различных субъектов Федерации было создано 22 региональных венчурных фонда инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере общим объемом более 8,9 млрд рублей; при этом на начало 2012 г. размер уже одобренных инвестиций приближался к 4 млрд рублей [10].

Согласно данным Российского Центра технологий и инноваций *RwC*¹ и РВК, суммарные венчурные инвестиции на российском рынке за первые три квартала 2012 г. составили 495 млн долл., которые были получены в результате 117 сделок [11].

Осознание особой значимости поддержки инновационных предпринимателей на самой ранней — так называемой посевной — стадии, когда есть только идея нового продукта, но сам он еще отсутствует, и целью является создание оригинальной модели, обладающей всеми техническими характеристиками и свойствами нового продукта или процесса (прототипа), привело к формированию специального «Фонда посевных инвестиций (ФПИ) Российской венчурной компании». Он призван стать одним из первичных звеньев обеспечения непрерывного финансирования перспективных инновационных фирм. И такие примеры уже появились. Например, ООО «МАРОМА Технологии» — молодая фирма, занимающаяся промышленным производством, — начальное внешнее финансирование привлекла по известной программе «СТАРТ» Фонда содействия развитию малых форм предпринимательства в научно-технической сфере, после чего на посевной стадии, целью которой были создание и доведение прототипа до уровня коммерческого продукта, получила поддержку ФПИ. А с ноября 2012 г., после того как этот фонд продал свою долю управляющей компании «Сберинвест» (эта компания распоряжается несколькими венчурными фондами), у «МАРОМА Технологии» начался этап венчурного финансирования, который должен привести к организации серийного производства [12]. Этот пример подтверждает действенность соглашения, достигнутого несколько лет назад российскими институтами развития о взаимодействии в сфере обеспечения непрерывного финансирования инновационных проектов на всех стадиях цикла создания новшеств².

Очередным позитивным шагом в развитии миссии РВК стал начатый в середине 2012 г. отбор управляющих компаний для создания новых диверсифицированных венчурных фондов (они будут подразделяться на фонды посевных инвестиций и фонды ранней стадии) и специализированных отраслевых (кластерных) фондов (в области технологий, сопутствующих ядерным, фонды альтернативной энергетики и энергосбережения, фонды авиакосмических технологий, фонды интеллектуальных систем управления).

¹ Имеется в виду глобальная сеть компаний *PricewaterhouseCoopers International Limited*.

² Подробнее см. статью О. В. Мотовилова [13].

Источники средств в венчурных фондах: зарубежный опыт и отечественная практика

Несмотря на постоянный поиск новых форм деятельности и определенные успехи в создании национальной венчурной инфраструктуры, одна из главных задач — вовлечение отечественного частного капитала в создаваемые фонды для поддержки инновационного предпринимательства — пока так и не решена, поскольку частные собственники не были заинтересованы в этом, и большая часть совокупного капитала созданных фондов была оплачена Банком Развития (Внешэкономбанком), ВТБ и другими организациями, находящимися полностью либо частично в государственной собственности. Таким образом, под внешним антуражем как будто бы чисто рыночного механизма формирования венчурных фондов, когда присутствуют (другой вопрос — насколько полно) все необходимые его атрибуты, мы по-прежнему наблюдаем закамуфлированную картину все того же государственного (пусть и опосредованного) вливания денег в частные инновационные проекты, от которого так хотелось уйти инициаторам создания РВК.

В связи с этим возникает принципиальный вопрос: а насколько вообще обоснована ставка на отечественный частный капитал как потенциальный источник создаваемых венчурных фондов, и можно ли сравнивать его мотивацию с той, которая присуща, например, американским участникам фондов? Если говорить об их первичных инвесторах, то к ним, наряду с государством и международными финансовыми организациями (участие последних более характерно для развивающихся экономик, что уже иллюстрировалось выше на примере ЕБРР с его российскими проектами венчурных фондов), преимущественно все-таки относятся индивидуальные, а также институциональные инвесторы, среди которых можно отметить инвестиционные и пенсионные фонды и страховые компании. Все они работают с так называемыми длинными деньгами, что делает их вхождение в венчурные фонды, цикл участия которых в финансируемых проектах растягивается на несколько лет, вполне логичным. Вместе с тем заинтересованность пенсионных и страховых фондов во вложении (хотя и не прямом) части своих резервов и накоплений в венчурные инвестиции, сопряженные с повышенным риском невозврата денег, носит неоднозначный характер. Это связано с тем, что важнейшие принципы — обеспечения сохранности размещенных средств и ликвидности сформированных инвестиционных портфелей, казалось бы, приходят в противоречие со стремлением к повышенной ожидаемой доходности, которая может и не состояться. Данные соображения обусловили то, что и в США этим фондам не сразу разрешили «проникнуть» на венчурный рынок. Прошло более двух десятилетий с момента создания первых венчурных фондов, прежде чем американский конгресс в 1979 г. принял закон, позволявший инвестировать в них средства пенсионных фондов. Объяснение этому заключается в том, что, с одной стороны, практика показала, что венчурные фонды благодаря грамотной диверсификации заметно снижают риск потери денег, а с другой — пенсионным фондам разрешено размещать в них лишь сравнительно небольшие размеры средств, так что даже негативные результаты инвестирования не смогут серьезно повлиять на общую доходность пенсионных накоплений (аналогичная ситуация и со страховыми компаниями).

Анализ российской действительности показывает, что названные выше традиционные источники венчурных фондов в нашей стране могут считаться таковыми лишь с очень большой натяжкой. Что касается индивидуальных инвесторов, то численность граждан, которые не только обладают более-менее приличным состоянием, но и имели бы желание вложить часть средств в сторонние венчурные фонды, очевидно, крайне незначительна, чтобы можно было всерьез говорить о потенциальной значимости данного сегмента инвесторов в фонды. К тому же нельзя забывать и о специальных требованиях, установленных для физических, а также юридических лиц для признания их квалифицированными инвесторами [14]. Только они и могут выступать пайщиками закрытых ПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций, в форме которых у нас и созданы почти все фонды. Скорее, для богатых частных лиц (удачливых бизнесменов, в том числе в прошлом, готовых вложить средства в перспективную технологию, топ-менеджеров крупных компаний — опять же, скорее, в прошлом) может представлять интерес создание собственных, подконтрольных им фондов, либо они могут выступать в качестве так называемых «бизнес-ангелов».

Относительно отечественных негосударственных пенсионных фондов отметим, что долгое время действовало правило (которое делало для них невозможными венчурные инвестиции), согласно которому размещение пенсионных резервов в инвестиционные проекты предприятий и организаций допускалось только в случае их реализации путем эмиссии ценных бумаг в соответствии с требованиями законодательства. И лишь после принятия очередных поправок (Постановлением Правительства РФ от 28 августа 2009 г. № 702) к перечню требований по формированию состава и структуры пенсионных резервов фонда в них появился пункт, по которому они могут включать инвестиционные паи закрытых ПИФ (со следующим ограничением: доля этих паев, не допущенных к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг, а также доля паев, предназначенных для квалифицированных инвесторов, может составлять не более 5% резерва покрытия пенсионных обязательств фонда).

Для страховых компаний вложение средств в венчурные фонды пока исключено. Их страховые резервы могут размещаться только в ценные бумаги фирм, имеющих рейтинг не ниже категории, соответствующей уровню удовлетворительной кредитоспособности (финансовой надежности) одного из аккредитованных Министерством финансов РФ рейтинговых агентств, или включенных в котировальный список «А» или «Б» хотя бы одной фондовой биржи. А покупка инвестиционных паев возможна, только если это паи открытых и интервальных ПИФ [15] (венчурные же, как отмечалось выше, относятся к закрытым).

Таким образом, важнейшие субъекты институционального инвестирования в нашей стране пока не могут играть значимую роль в формировании финансовых ресурсов для венчурных фондов. Да и сам размер средств, которыми они располагают, не сопоставим с тем, которые имеются у аналогичных структур за рубежом. Так, министр финансов РФ А. Силуанов на финансовом форуме газеты «Ведомости» заявил: «Объем внутренних длинных денег в России не такой большой, как в других странах. Объем пенсионных фондов, страховых фондов и ПИФов в США составляет 200% ВВП, в среднем по миру — 120% ВВП, а в России — 8% ВВП» [16]. Тем не менее представляется, что на современном этапе нормативного регулирования было бы целесообразно допустить размещение средств российских страховых компаний,

естественно, в небольшом в процентном отношении размере, в создаваемые при участии РВК венчурные фонды, как это уже сделано применительно к негосударственным пенсионным фондам.

Среди значимых сегментов отечественного частного капитала, который мог бы выступить потенциальным источником создаваемых под эгидой РВК венчурных фондов и не был затронут выше, остался, по сути, лишь один — средства крупных промышленных компаний, которые, однако, обычно поддерживают собственные внутренние и внешние так называемые венчуры, или сторонние инновационные фирмы-стартапы, осуществляя корпоративное венчурное финансирование. При этом преследуются различные цели: получение доли их интеллектуальных активов, доступ к новым идеям и технологиям, надежда на финансовую отдачу в перспективе, поиск талантливых специалистов, стремление «встряхнуть» своих исследователей и инженеров в собственном научном центре и др. В последние годы появилось много соответствующих примеров, причем не только за рубежом, но и в России:

- *BMW Group* создала в Нью-Йорке фонд с начальным капиталом в 100 млн долл. для венчурных инвестиций в молодые фирмы, занимающиеся разработкой различных энергоемких и мобильных технологий [17, с. 23];
- *Microsoft* организовал Фонд посевного финансирования для поддержки стартапов в отрасли информационных технологий, который предоставляет гранты (безвозмездные субсидии) компаниям и индивидуальным разработчикам [18];
- «ИНТЕР РАО» организовал фонд «Энергия без границ» [19];
- Газпром создал корпоративный венчурный фонд «Газпром Венчур» [20]; и т. д.

Актуальность создания отечественными компаниями внутрифирменных фондов венчурного капитала, которые могли бы успешно дополнять деятельность фондов, сформированных при посредстве РВК, несомненна. Особенно это касается фирм, которые работают на зарубежных рынках либо на тех секторах российского рынка, где присутствует конкуренция, в том числе и со стороны крупных международных компаний.

Налоговое стимулирование венчурных инвестиций фирм нефинансового сектора

С целью стимулирования развития корпоративного венчурного финансирования имеет смысл поставить вопрос о целесообразности предоставления налоговых льгот фирмам, относящимся к нефинансовому сектору экономики и инвестирующим денежные средства в венчурные фонды. Это могло бы повысить их интерес к созданию собственных фондов, а также к вложению средств в сторонние — особенно на современном этапе экономического развития, когда есть много симптомов растущего интереса отечественных компаний к НИОКР и их результатам и к технологическим инновациям (а это, в свою очередь, является весьма значимым сигналом возможности более активного формирования у нас корпоративной системы НИОКР, что было бы крайне полезно).

Налоговые привилегии могут быть оформлены в виде своеобразных «налоговых каникул» (например, на 3–7 лет), при этом последующей выплате недоуплаченные налоги подлежат только в том случае, если доходы от венчурных инвестиций пре-

высят их сумму. Преференциальная государственная политика в налоговой сфере может послужить существенным стимулом для потенциальных венчурных инвесторов, так как она значительно снизила бы для них если не конкретные проектные риски, то в целом инвестиционные риски. Основой соответствующей методики может выступать некий преференциальный коэффициент, увеличивающий необлагаемую налогом сумму свыше суммы инвестиций в венчурный проект. Данный коэффициент, являющийся мерой заинтересованности частного капитала в венчурном вложении, является отражением требуемой инвестором доходности от венчурных инвестиций. Необходимо отметить, что теоретически требуемая инвестором доходность на собственные средства (i) и преференциальный коэффициент (K) должны совпадать, однако практически это неосуществимо: инвестор, зная о влиянии данного показателя на величину фискальных преференций, будет всячески необоснованно его завышать. Таким образом, преференциальный коэффициент (K), устанавливаемый в абсолютных величинах государственными органами управления, должен являться минимально приемлемым для частного капитала уровнем требуемой доходности, на который соглашается и государство. Его фактическое значение должно заинтересовать потенциального инвестора, однако при этом — быть минимальным с точки зрения отказа государства от получения налоговых поступлений в момент инвестирования средств в венчурный проект. Активное применение нижеописанной методики «налоговых каникул» позволит в довольно короткий период времени эмпирически обосновать абсолютное значение преференциального коэффициента и прийти к ситуации, удовлетворяющей интересам всех сторон.

Попытаемся методологическими построениями обосновать значение преференциальных «налоговых каникул» для венчурного инвестора. При этом мы будем исходить из положения, что инвестором является юридическое лицо, и в качестве объекта воздействия выступает налог на прибыль (20% от прибыли на январь 2013 г.).

Исходную ситуацию можно представить следующим образом: инвестор вкладывает в венчурный проект некую сумму (a) на некоторое количество лет (n), требуемая им доходность на собственные средства — i . Государство, в лице органов экономического регулирования, предоставляет ему возможность вывести из-под налогообложения в году инвестирования средств сумму, равную вложенному капиталу, увеличенную на преференциальный коэффициент (K). В случае успешного для инвестора завершения проекта, т. е. если средства вернулись к инвестору с соответствующей доходностью, по истечении срока n инвестор выплачивает налоги с суммы инвестирования в полном объеме. Если же проект не принёс инвестору соответствующей доходности на вложенные средства, то налоги с суммы инвестирования не взимаются.

Таким образом, инвестор обязан был бы заплатить налог на прибыль в размере $a \times 0,2$, а фактически будет недоуплачивать налогов на сумму $a \times (1+K) \times 0,2$. Если проект не принесёт ожидаемых коммерческих результатов, то, по сравнению с ситуацией неинвестирования средств, инвестор сэкономил на налогах сумму $a \times K \times 0,2^3$. Если же проект окажется коммерчески успешным, т. е. принесёт через n лет минимум

³ Сумма, которую юридическое лицо должно было уплатить по налогу на прибыль, равна $a \times 0,2$, но, инвестировав средства в венчурный проект, инвестор освобождается от уплаты налога на сумму $a \times (1+K) \times 0,2$. Таким образом, чистая экономия на выплатах составит $a \times (1+K) \times 0,2 - a \times 0,2 = a \times K \times 0,2$.

$a \times (1+K)$, то инвестор, не заплативший изначально сумму в размере $a \times 0,2$, инвестировав свои средства в венчурный проект, вынужден будет выплатить государству в качестве налога на прибыль $a \times K \times 0,2$, при этом нельзя забывать об учёте фактора времени (налоги будут уплачены через n лет). Таким образом, коммерческую эффективность преференциальных «налоговых каникул» для инвестора можно определить следующим образом:

$$\frac{a \times 0,2}{(a(1+K) \times 0,2)/(1+i)^n} = \frac{1}{(1+K)/(1+i)^n} = \frac{(1+i)^n}{1+K}.$$

Апробируем представленную модель на условном примере.

Пусть венчурный проект требует в качестве инвестиций 1 млн рублей ($a = 1\,000\,000$). Ожидаемый срок реализации проекта — 3 года ($n = 3$). Инвестор — компания с оценкой своего капитала в 25% годовых ($i = 0,25$). Преференциальный коэффициент, устанавливаемый государственными органами экономического регулирования, 20% ($K = 0,2$). В этом случае, если венчурный проект окажется коммерчески несостоятельным, инвестор сэкономит на налоге на прибыль $1\,000\,000 \times 0,2 \times 0,2 = 40\,000$ рублей. Если же венчурный проект будет успешным, коммерческая эффективность преференциальных «налоговых каникул» для инвестора составит

$$\frac{1\,000\,000 \times 0,2}{(1\,000\,000 \times 1,2 \times 0,2)/(1+0,25)^3} = 1,6276.$$

Таким образом, чистый эффект, который представляет собой разницу между неуплаченными налогами с инвестиций в венчурный проект на момент инвестирования и уплаченными налогами по окончании проекта, приведёнными к одинаковой размерности по фактору времени, составит

$$1\,000\,000 \times 0,2 - \frac{1\,000\,000 \times 1,2 \times 0,2}{(1+0,25)^3} = 77\,120 \text{ рублей.}$$

Авторы прекрасно понимают очевидную уязвимость сделанного предложения, связанную с известной проблемой сложности администрирования налоговых льгот. Известно немало примеров, когда фирмы, с одной стороны, пытались воспользоваться льготой без необходимых на то оснований, а налоговые инспекции, с другой стороны, старались лишить фирмы права на льготу, даже когда для нее имелись все основания (весьма много таких случаев встречается при использовании лизинга). Между тем изначальноная рисковость венчурного финансирования может стать весьма удобным прикрытием для мошеннических схем вывода прибыли из-под налогообложения. Причем далеко не всегда можно четко определить, имеется в данном случае правонарушение или нет. В связи с этим приведем интересный пример неоднозначной, на наш взгляд, ситуации: в феврале 2012 г. в Волгограде руководство компании ЗАО «Ай-Мэн-Кэпитал» признано судом виновным в хищении 110 млн рублей из регионального венчурного фонда, которым оно управляло, в виде вывода денег из фонда на счета подставных фирм и фирм-однодневок [21]. Учитывая специфику процесса венчурного финансирования, логично предположить, что неудачные вложения в фирмы, которые в итоге не смогли реализовать свои инновацион-

ные проекты, тоже можно трактовать как преднамеренный «вывод» денег из фонда. Такой подход чреват губительными последствиями для развития венчурной индустрии.

В заключение отметим, что поиск приемлемых форм стимулирования венчурных инвестиций фирм, на наш взгляд, весьма важен. Отечественная экономика пока развивается в значительной степени под воздействием различных мер государственного регулирования. Для «раскрутки» венчурного бизнеса необходим интерес, прежде всего, частного капитала, а также меры по повышению его интереса к поддержке молодых инновационных фирм, пытающихся реализовать перспективные технические идеи.

Литература

1. *Бокарев Е. В., Переверзева М. Н., Суркова Т. В.* Состояние инновационного сектора экономики — проблема в развитии российского венчурного бизнеса // *Инновационная деятельность*. 2010. № 3. С. 63–67.
2. *Веровкин Л. П., Веровкин О. Л.* Российский венчурный бизнес: состояние, проблемы, перспективы // *Энергия: экономика, техника, экология*. 2010. № 1. С. 16–23.
3. *Демин О. Г.* Актуальные проблемы венчурного бизнеса в России // *Безопасность бизнеса*. 2007. № 3. С. 25–28.
4. *Лиман И. А., Журавкова И. В.* Развитие и проблемы финансирования венчурного бизнеса в современной экономике России // *Вестн. Тюменского гос. ун-та*. 2012. № 11. С. 141–146.
5. *Маслов М. П.* Некоторые проблемы развития венчурного бизнеса в России // *Креативная экономика*. 2011. № 7. С. 3–9.
6. *Мугаева Е. В.* Развитие венчурной индустрии в России // *Российское предпринимательство*. 2012. № 9. С. 10–14.
7. *Гулькин П. Г.* Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики. СПб.: Альпари. 2003. 240 с.
8. «Положение о составе и структуре активов акционерных и паевых инвестиционных фондов», утвержденное Приказом ФСФР от 28 декабря 2010 г. № 10-79/пз-н. URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 21.12.2012).
9. URL: <http://www.rusventure.ru/ru/company/brief/> (дата обращения: 21.12.2012).
10. URL: http://www.rusventure.ru/ru/investments/regional_funds/ (дата обращения: 9.04.2013).
11. URL: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/MoneyTree_9months2012_rus_web.pdf — MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурных сделок за три квартала 2012 г. в России (дата обращения: 9.04.2013).
12. URL: <http://www.rusventure.ru/ru/press-service/news/detail.php?ID=11584> (дата обращения: 21.12.2012) — сайт ОАО «Российская венчурная компания».
13. *Мотовилов О. В.* Государственная поддержка малого инновационного предпринимательства // *Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика*. 2012. Вып. 1. С. 46–47.
14. «Положение о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами», утвержденное Приказом ФСФР от 18 марта 2008 г. № 08-12/пз-н. URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 21.12.2012).
15. «Порядок размещения страховщиками средств страховых резервов», утвержденный Приказом Министерства финансов РФ от 2 июля 2012 г. № 100н. URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 21.12.2012).
16. URL: <http://www.minfin.ru/ru/press/speech/index.php?id4=17892> (дата обращения: 21.12.2012).
17. Управление исследованиями и разработками в российских компаниях: национальный доклад. М., 2011. С. 23. URL: http://magnezit.ru/common/img/uploaded/photos/20111207/Report_Innovation_2011.pdf (дата обращения: 21.12.2012).
18. URL: <http://www.microsoft.com/ru-by/about/press/2012-04-26b.aspx> (дата обращения: 21.12.2012).
19. URL: http://www.ies-holding.com/industry_id5034.html (дата обращения: 21.12.2012).
20. URL: <http://www.spb-venchur.ru/center.htm> (дата обращения: 21.12.2012).
21. Венчурный фонд инвестировал мимо бизнеса // *Коммерсантъ*. 2012. № 21. 7 февр.

Статья поступила в редакцию 26 июня 2013 г.