

Финансиране на иновации чрез рисков капитал

Траян Йосифов*

Резюме: Направен е анализ на различни форми на проектно финансиране чрез рисков капитал. Те се разглеждат като алтернативни възможности пред българските предприятия за повишаване на техния конкурентен потенциал. Разкрити са особеностите на рисковото финансиране, което в условията на чест и неочаквани пазарни промени осигурява финансова и консултантска подкрепа за реализиране на фирмените иновационни проекти. Чрез сравнителен анализ на различните източници за финансиране на иновациите, както и на фондовете за рисков капитал и условията на тяхното функциониране в САЩ, Европа и България са открити ключови специфики, свързани с тях. Направени са изводи за уникалния характер на рисковото финансиране, което създава предпоставки за практическо развитие на нови умения като креативност, мотивираност, способност за откриване на нови възможности и алтернативи за успешни решения.

Ключови думи: рисков капитал, иновации, финансиране.

JEL: G24, O31.

* Траян Йосифов е асистент в катедра „Финанси и счетоводство“ на ПУ „Паисий Хилендарски“, гр. Пловдив, E-mail: t_yosifov@abv.bg

Увод

Деятелността на фондовете (компаниите) за рисков капитал се свързва с професионално управление на инвестиции под формата на дялово участие в предприятия с бърз темп на растеж, където акциите се задържат за няколко години, а печалбата от инвестициите се реализира чрез продажбата на акциите в края на инвестиционния период. Рисковите фондове се определят като предприятия, които възникват в условията на висока степен на несигурност на средата и/или на липса на достатъчно опит и знания у предприемача за развитие на съответния бизнес. Понятието „рисков капитал“ се дефинира като финансов ресурс, инвестиран от фондове, сдружения на капитала, финансови институции, университети или физически лица, (наречени „рисковите инвеститори“) основно в новосъздадени предприятия (обикновено малки и средни с иновационна насоченост), които притежават висок потенциал за растеж, разполагат с опитен и амбициозен управленски екип и предлагат диверсифицирани продукти и/или услуги на основата на нови технологии.

Посочените определения дават основание да се открие значимостта на рисковия капитал за развитието на иновационния процес. Те обаче разглеждат осигуряването на финансов ресурс от страна на рискови-

те фондове, без да обхващат и отчитат риска, т.е. по-общо, а той представлява важна отличителна характеристика на иновационния процес, която задължително се взема предвид при разглеждането и провеждането на иновационния процес. Практическата реализация на всеки иновационен проект е свързана с поемането на рискове. Те произтичат от наличието на определени заплахи, но също така и на благоприятни възможности, чието пренебрегване води до пропускане на ползи. Предприятията, които оценяват по-добре естеството на риска и причините, които го предизвикват имат определени предимства. Такива са възможността да се избягват неочаквани събития с неблагоприятен характер, осъществяване на дейността в рамките на по-ниски непредвидени разходи, по-реалистична оценка на икономическата ефективност на нови, включително алтернативни инвестиционни проекти, освобождаване на финансови ресурси за реализирането на нови проекти и др. Невъзможността за избягване изцяло на рисковият фактор в предприемаческата дейност е обективна реалност. Това налага необходимост от разработването на решения за „разпределяне“ на риска с цел минимизиране на влиянието, което той оказва върху дейността на предприятията. В тази връзка, автори със сходно разбиране конкретизират естеството на рисковото финансиране, като правят пряка връзка със степента на риск и по-конкретно с неговото управление. Така например Георгиев (2011, с. 15) отбелязва, че „независимо от наличието на различни по своята същност рискове, предприятията трябва да поставят на фокус тези от тях, които са познати и добре известни“. Ebben (2005, р. 88) също поставя акцент върху управлението на риска от страна на рисковите инвеститори, като казва, че „стартирането на ново рисково предприятие е по-скоро свързано не толкова със склонността към поемане на риск, колкото с уменията да се управлява послед-

ния“. Вниманието заслужават Campbell и Craig (2005), които свързват риска с провеждането на определени стратегии от страна на предприятията, при навлизането на нови пазари, или налагането на нови продукти.

При осъществяването на иновативни проекти неизвестните преобладават на всеки един от етапите, свързани с реализацията на иновацията, поради което връзката с неопределеността, несигурността и риска е пропорционална. Въз основа на така формулираното твърдение, може да се направи заключението, че рискът се характеризира с признаците наличие на неопределеност, необходимост от избор на няколко алтернативни решения на един основен проблем (казус) и наличие на възможност за оценка на вероятността за реализиране на избрана алтернатива.

Форми на финансиране чрез придобиване на дялово участие

Най-често срещаните форми на осигуряване на капитал за предприятията, базиран на дялово участие, са:

- Финансиране със собствени средства.
- Финансиране чрез бизнес ангели.
- Финансиране чрез корпоративни рискови компании.
- Финансиране чрез специализирани инвестиционни фондове, респ. фондове за рисков капитал.

Финансирането чрез собствени средства не е свързано с промяна на формата на собственост, а по отношение на иновационния процес има добри страни, но и определени недостатъци. Така например, ако предприятието, което осъществява определен иновационен проект, ползва собствени или наети средства, то има по-голяма свобода да планира всеки един от етапите, съставляващи цялостния иновационен процес, включително и неговата ресурсна осигуреност. Това определено е благоприятна предпоставка, в случай че управляващият

мениджмънт разполага с необходимият опит и знания за успешното реализиране на иновацията. В голяма степен от решаващо значение е абсорбционният потенциал на предприятието, т.е. неговите възможности за усвояване на информацията, свързана с практическото реализиране на новите идеи и технологии. От друга страна, липсата на достатъчно опит и знания от страна на управляващия иновационния проект екип може да намали съществено възможността за успешно осъществяване на иновацията. Рискът при инвестиции, реализирани от предприятия, които имат по-нисък капацитет по отношение на усвояването на новите идеи и технологии е значително по-висок и увеличава съществено цялостната неопределеност, съпътстваща иновационния процес.

Друга възможност за набавяне на финансов капитал предоставят т.нар. „бизнес ангели“. Това са заможни индивидуални инвеститори, които за своя сметка и риск влизат капитал за стартиране и развитие на определен бизнес, като срещу него получават дялово участие. Тези инвеститори представляват ограничен кръг хора, които по правило се организират в групи или мрежи за обмен на информация и обединяват своите капитал. Бизнес ангелите промотират и развиват финансирането чрез дялово участие, особено в ранните фази на развитие на предприятията, което увеличава възможностите пред тях. Тази алтернативна форма за финансиране е сравнително нова за страната и може да се оцени като добра възможност пред българските предприятия, които в условията на ограничено банково кредитиране изпитват нужда от финансиране. Допълнително предимство в случая представлява консултантската помощ, която може да получат предприемачите с по-малък опит. Като ограничение по отношение на тази алтернативна форма на набавяне на капитал може да се посочи естеството на дейностите, в които основно са насочени инвестициите на

бизнес ангелите: производство на софтуер, продукти и услуги в сферата на здравеопазването, производството на медицинско оборудване, биотехнологични продукти и други високотехнологични производства, които носят висока добавена стойност.¹

Корпоративните рискови компании, обикновено са създадени като дъщерни дружества на големи корпорации и преследват стратегически цели. Те инвестират своя капитал в предприятия, които са в началото на своето развитие, но притежават потенциал за развитие. Този въпрос е изследван от Боев, Чобанов, Симеонова, Божилов (2005), които посочват още, че целта на инвестицията е след определен период от време да се разработи нов, иновативен продукт, който в последствие да бъде интегриран в бизнеса на компанията-майка. Съществено предимство при осигуряването на капитал от корпоративните рискови компании е, че предприятията имат възможност да ползват освен финансов ресурс, осигурен от инвеститора, също и информационна подкрепа при липса на достатъчно практически опит и знания за реализирането на иновацията. Тази форма на сътрудничество практически може да се разглежда като вид коопериране, което е изгодно и за двете страни. От друга страна, тя има и определени недостатъци. Основният от тях е, че практически предприятието губи част от своята самостоятелност, тъй като след пазарното внедряване на иновативния продукт той се придобива от инвеститора.

Важна алтернативна форма е финансирането чрез фондовете за рисков капитал, които имат нарастващо значение за развитието на иновативните предприятия. Тяхната водеща роля се подсилва от възможностите, които предоставя финансирането с дялово участие, определено като „капиталово финансиране“ (на англ. „equity

¹ За повече информация вж. Годишен доклад за състоянието и развитието на МСП в България, МИЕ, 2007.

financing“) Stevenson, Roberts, Sahlman и Bhile (1999, p. 624). Фондовете за рисков капитал могат да реализират водещата си роля за развитието на българските иновационни предприятия. Наред с възможностите за финансиране с дялово участие, те предоставят ноу-хау и експертна подкрепа на всеки етап от реализирането на иновационните проекти. В тази връзка Георгиев (2013, с. 132) посочва, че „рискът за страната, която придобива ноу-хау не може да се изключи, независимо че предаването му в нематериална форма е придружено от възможност за ползване на консултации на техническия персонал, обучение на изпълнителския персонал, демонстрации и др.“

Генераторите на идеи, които нямат достатъчно финансови средства за реализиране на своите иновативни начинания, могат да ползват посредническата функция на ФРК, които на практика свързват тези, които имат пари, но нямат идеи, с тези които имат идеи, но не притежават достатъчно финансов ресурс, с които да ги реализират. Посредническата роля на фондовете за рисков капитал, която свързва спестителите (кредиторите) с предприятията-иноватори и значението, което имат тези фондове за развитието на иновационната дейност на предприятията, е предмет на изследване в настоящия дисертационен труд. Те се определят като значим фактор за развитието на иновационния процес в страната, поради естеството на дейност, както и начина, по който те набират и управляват своя капитал.

Специфични особености на дейността на фондовете за рисков капитал

Дейността на компаниите, респ. на рисковите фондове, които осигуряват възможности за реализиране на иновациите, е базирана на професионална и научна основа. Естеството на рисковия капитал предпола-

га тяхното участие на всеки етап от етапите на иновационния процес. Пазарната им насоченост е свързана с финансова и управленска подкрепа за проекти, които преминават през внимателен подбор и цялостна оценка на проектните планове, известна като „due diligence“. Независимо, че горното е причина за отпадане на част от кандидатстващите за финансиране иновативни проекти, този метод за оценка изпълнява ролята на критерий при установяване на предприятия с най-добри перспективи и потенциал за развитие. Практически, така фондовете за рисков капитал оценяват цялостния риск за капиталовложението, свързан с реализацията на иновационния процес, който се осъществява в предприятието.

Посредническата функция, изпълнявана от фондовете, осигуряващи рисков капитал се изразява в начина, по който те набавят, финансови средства, необходими за осъществяване на тяхната дейност. Основните инвеститори във фондовете за рисково финансиране са пенсионни фондове, корпоративни фондове, индивидуални инвеститори, финансови и застрахователни компании, взаимни инвестиционни фондове (Zider, 1998, p. 12). Инвеститорите в тях се стремят да постигат определена доходност на своето капиталовложение. Инвестираният капитал във високо рискова инвестиция, каквато са иновациите, предполага откриване на възможности за успешно диверсифициране на риска за инвеститорите, които търсят освен по-висока пазарна доходност, също така и начин за намаляване на общия риск за инвестирания от тях капитал.

Размерът на инвестирания от рисковите фондове паричен ресурс е различен и зависи от потенциала на иновационния проект, перспективите за развитие на предприятието и големината на иновационния проект. Изследване на Боев, Чобанов и др. (2005) показва например, че в САЩ размерът на индивидуалното капиталовложение варира от 250 х. долара до 10 млн. долара,

като в замяна на осигуреното финансиране, рисковите компании придобиват от 30% до 40% от собствеността на предприятието. По този начин те реално използват възможностите за участие в оперативно управление на иновационните проекти, които се осъществяват в предприятието, както и в цялостната дейност, свързана с неговото стратегическо управление. Основен парични средства, рисковите фондове предоставят при необходимост предприемачески насоки, експертни съвети, контакти, външни консултантски услуги и др. Тези мерки и дейности дават възможност да се предприемат належащи коригиращи действия, които при определени обстоятелства да увеличат положителните перспективи пред иновационния проект и развитието на предприятието като цяло.

Макар че тази форма на участие може да се възприеме от собствениците на основния акционерен капитал на предприятието, като нежелана в определена степен, тя е икономически оправдана от гледна точка на мениджмънта и собствениците на рисковата компания. Основен аргумент е, че по този начин те могат да осъществяват текущ контрол върху управлението на иновационния процес и в частност на направеното от тях капиталовложение. Това е в интерес както на рисковия инвеститор, така също и на предприятието, тъй като опитът на инвеститора повишава възможностите за успешно реализиране на иновационния проект.

Важна особеност на дейността на фондовете за рисков капитал произтича от факта, че те практически влагат финансови средства в чужди идейни концепции, т.е. в общия случай те не са носителите на иновативни идеи. В тази връзка Stevenson, Roberts, Sahlman (1999, p. 624), посочват че „веднъж вече, след като предприятието стане стабилно и добре работещо, то може да бъде продадено изгодно“. Практически, рисковият фонд продава своето

цялово участие в предприятието, на цена по-висока от общия размер на направеното капиталовложение. По този начин се формира доходността за управляващия фонд, който има за цел инвестицията да бъде успешна, тъй като неговите инвеститори също имат очаквания, свързани с осигуряването на определена доходност на вложенията от тях средства.

Рисковото финансиране и банковият кредит – сравнителни характеристики

Паралелът между банковото финансиране и финансирането на предприятията от фондовете за рисков капитал позволява да се изведат две основни разлики:

- **Първо.** При банковото финансиране инвеститорът е заинтересован заемателят да предприема по-малки рискове, тъй като по този начин неговото текущо финансово състояние ще остане стабилно, в резултат на което кредитната експозиция ще бъде обслужвана редовно. Не така стоят нещата при рисковите фондове, политиката на които включва за определен период от време получаване на текущ доход, за сметка на успешното осъществяване на определен иновационен проект. Тази политика и по-конкретно – реализацията на проекта, подобрява пазарното присъствие на предприятието, а оттам и цената на неговия акционерен капитал. Поради тази причина фондовете са склонни да предприемат по-висок риск, като финансират иновативни проекти, докато за банките тези проекти по правило се възприемат като неатрактивни. Това обяснява значително по-голямата ангажираност, която проявяват компаниите, осигуряващи рисков капитал както в управлението на иновационния проект, така също и по отношение на вземането на стратегически управленски решения, с дългосрочно отражение върху дейността на предприятията.

Управление на ресурси и разходи

- **Второ.** При нормални отношения „кредитор – длъжник“ банките по принцип не участват в управлението на предприятията. За тях това е странична дейност и ангажимент, който не им носи допълнителен доход и не е свързан с естеството на тяхната дейност. Поради тази причина банките поемат предвидими сравнително точно рискове и съответно ги диверсифицират. Не така стоят нещата при осигуряването на капитал и подкрепа за предприятията от страна на рисковите фондове. Те участват във финансирането и управлението на предприятия, които осъществяват иновативна дейност и съответно са изложени на съществено по-високи рискове. В единия случай при възникването на финансови затруднения на кредитополучателя, банката може да загуби част или цялата сума на отпуснатия заем. В общия случай тази загуба не е толкова съществена, тъй като търговските банки реализират мащабна кредитна дейност, което дава възможност да ограничат мащаба на загубите от отделни кредитни експозиции, включително и при големи клиенти. При рисковите фондове обаче, загубите могат да бъдат съществени. Това се обуславя от по-малките капиталови възможности, с които те разполагат. Друго ограничение при рисковите фондове е, че те нямат възможностите, с които разполагат банките, а именно – по отношение на набирането на капитал посредством влогонабирането на депозитния пазар. Възможност, която банките използват за ликвидни цели, и която постигат чрез повишаването на цената на депозитните продукти, които предлагат.

Рисковото финансиране в България, Европа и САЩ

Макар в България осигуряването на рисково финансиране да се разглежда като

сравнително нов феномен, то в глобален мащаб този тип финансиране се развива бързо. В страната развиват дейност ограничен брой рискови фондове, които насочват своя инвестиционен интерес основно в предприятия от сектора на високите технологии.

В таблица 1 са представени основните класификационни характеристики на финансирането с рисков капитал в страната. Информацията се базира на собствено изследване и отразява проучване сред преобладаващата част от рисковите фондове, които осъществяват своята дейност на българския пазар.

Целта на проучването тип „дълбочинно интервю“ бе да се получи експертната оценка на ръководители на фондове за степента на риск при инвестиции в предприятия класифицирани според признака „стопанска история на предприятието“.

Резултатите от проучването налагат няколко основни извода, които може да се представят по следния начин:

- **Първо,** потвърди се първоначалното очакване, че рискът, присъщ на Инвестициите, свързани с внедряване на иновации, е потенциално висок. Основната причина, която посочват взелите участие в проучването, е високата степен на неопределеност, която съпътства новостите в дейността на стопанските субекти;
- **Второ,** рискът при иновациите зависи от наличието на достатъчно точна информация и знания, които са необходими за успешното реализиране и пазарно въвеждане на нововъведението. Интервюираните определят информационната обезпеченост на иновационния процес в страната като недостатъчен. В комбинация с липсата на достатъчен опит на проектните екипи, финансирането на иновациите в страната е недостатъчно;
- **Трето,** като потенциално най-висок, взелите участие в проучването определят риска при новостартиращи пред-

приятия, определяни още като старти. Основната причина за това е, че предприятията са в начален етап от своето развитие и не генерират регулярни приходи от своята дейност. От една страна, рисковите инвеститори срещат затруднения при определянето на цялостния размер на инвестицията, а от друга, в случай на пазарен неуспех на новия продукт, тяхната инвестиция може да се окаже изцяло губеща;

- **Четвърто**, като относително най-нисък интервюираните определят риска при инвестиции в утвърдени в пазарно и продуктово отношение предприятия. Посочва се, че инвестицията в иновационни проекти, реализирани от предприятия с пазарна история и опит, много често са надграждащи, т.е. предприятието е в напреднала фаза на осъществяване на иновацията, а рисковото финансиране е необходимо, за да се завърши изцяло иновацията. Отбелязва се, че предприятията с пазарна история и опит не се ограничават единствено до финансова подкрепа на иновационния процес, а също така ползват консултантски услуги, които предлагат рисковите инвеститори. В тази връзка може да се даде пример с един от рисковите фондове на българския пазар, който съдейства за подобряването и усъвършенстването на иновативните продукти и услуги на своите партньори, като осигурява възможност на най-успешните от тях да презентират своите проекти пред потенциални инвеститори на специално организирани срещи в Лондон и Силициевата долина.

Основната част от финансовия ресурс на рисковите фондове се осигурява от Европейския инвестиционен фонд за регионално развитие, който осъществява своята дейност в страната с посредническата роля на „JEREMIE“. Програма „JEREMIE“ представлява съвместна инициатива, иницирана от Европейската комисия и Европейската

инвестиционна банка и има за цел подобряване на достъпа до финансиране за микро, малки и средни предприятия в Европейския съюз чрез структурните фондове на съюза.

Инвестиционната стратегия на инициативата „JEREMIE“ предвижда балансирана комбинация от дългови инструменти и такъва за дялов капитал, насочени към подобряване на достъпа до финансиране на микро, малки и средни предприятия в България. По този начин се адресират съществуващите различия между търсенето и предлагането на инструменти от финансовия инженеринг, банкови заеми при облекчени условия и осигуряване на паричен ресурс за дялово финансиране.

В България, Холдинговият фонд по „JEREMIE“ се финансира от Европейския фонд за регионално развитие заедно със съфинансиране в размер на 15% от държавния бюджет по линия на Оперативна програма „Развитие на конкурентоспособността на българската икономика 2007-2013 г.“. В тази връзка бившето Министерство на икономиката, енергетиката и туризма, е определило бюджет по Приоритетна ос 3, включително национално съфинансиране, в размер на 199 млн. евро за изпълнение на Инициативата „JEREMIE“ в страната.

Поради изискването за набиране на частен капитал по финансовите инструменти, в допълнение към публичното финансиране по „JEREMIE“ (199 млн. евро), се добавя и частно такова, в резултат от което общата сума по инициативата достига 563 млн. евро, насочени в подкрепа на българските микро, малки и средни предприятия под формата на дялови инвестиции и заеми. По този начин за всяко 1 евро публично финансиране по инициативата се добавя 1,83 евро допълнително частно финансиране. Важно е да се отбележи, че към програма „JEREMIE“ е създаден специален фонд за рисково инвестиране, чиито капитал е в размер на 30 млн. евро, като 70% от средствата са предоставени от програмата.

Управление на ресурси и разходи

Таблица 1. Класификация на финансирането с рисков капитал в България

Според стопанската история на предприятието	Инвестиционна цел	Степен на риск за инвеститорите
Новостартиращи/стартиращи предприятия (основно микропредприятия)	Посевно (seed) финансиране	Висок
Предприятия в процес на пазарно/продуктово налагане (осн. МСП)	Разширено финансиране на развитието	Относително по-нисък
Утвърдени в пазарно и продуктово отношение предприятия (осн. МСП)	Финансова и консултантска подкрепа за късно финансиране на развитието	Нисък

Източник: Проучване на автора

Програмата „JEREMIE“ предоставя възможност за ефективното съчетаване на съвместни форми на финансиране, които включват осигуряване на финансови средства по линия на оперативните програми на ЕС, бюджетни средства и набиране на средства от индивидуални и институционални инвеститори във високорискови иновационни проекти. Тя е полезна за българските предприятия (микро, малки и средни), които развиват иновационна дейност, тъй като освен финансова подкрепа, бенефициентите имат възможност да получат и консултантска помощ при необходимост, която се предоставя от финансовите посредници, с чиято помощ се реализира.

Пазарът за рисков капитал в Европа и САЩ се различават по определени признаци и характерни особености. Различията са свързани основно с капацитетните възможности на рисковите фондове да осигурят финансови средства за подкрепа на иновативни проекти. Така например, изследване от 2010 г. (Lerner, Pierrakis, Collins, Biosca, 2010) показва, че ако средният по размер фонд за рисков капитал в ЕС разполага с около 60 млн. евро, в САЩ тази сума възлиза на 130 млн. евро. Проучването е показателно и за това, че рисковите фондове в САЩ допринасят значително за повишаване на

конкурентоспособността на секторите, в които инвестират, след като размерът им достигне приблизително 280 милиона евро.

Различия между европейския и американския пазар за рисков капитал се наблюдават и по отношение на дела на рисковите инвестиции, разделени на общия брой на предприятията. Проучване от 2008 г. (Raade, K., Machado, 2008) показва, че в страните от ЕС средният размер на капиталовложението достига 2 млн. евро, докато в САЩ той е два пъти по-висок. Различие се наблюдава и по отношение на капиталовите инвестиции на ранния (посевния) етап от стопанската история на иновативните предприятия. За ЕС те са средно около 425 х. евро, а в САЩ техният размер достига 2,18 млн. евро.

На фона на данните по-горе впечателение прави фактът, че общият размер на средствата, инвестирани от рисковите компании в САЩ за първата половина на 2015 г., нараства значително, като същите достигат 19,2 млрд. долара. Анализ за периода 2014 – м. юни 2015 г. (The Wall Street Journal: July 15, 2015) показва увеличение на рисковите инвестиции, които само за първите шест месеца на 2015 г. нарастват с 24 на сто спрямо същия период година по-рано и се доближават до размера на годишните данни за 2000 г.

На фигура 1 са представени данни от изследване на Zider (1998), които са показателни за начина на функциониране на пазара за рисков капитал в САЩ. Следва да се отбележи, че освен наличието на компании за рисков капитал и предприятия, в които те инвестират средства, участие имат и инвестиционните банки. Тяхната основна роля се състои в осигуряването на капитал за рисковите компании, като в последствие те участват активно при закупуване на дялово участие от рисковите фондове при първичното публично предлагане на ценни книжа. В следващ период те продават закупените дялове на вторичния финансов пазар. Печалбата на инвестиционните банки се формира от разликата в котировката на акциите, които са оценени по-високо при тяхната последваща продажба.

Задачата на практиката в САЩ, където инвестиционната банкова дейност е достатъчно добре развита. Друго, което заслужава внимание, е наличието на значителна държавна подкрепа за предприятията, които извършват иновационна дейност. Тези две характерни особености предопределят развитието на рисковото финансиране в САЩ и Европа, респ. в България, и дават възможност да се обяснят причините за по-слабото развитие на рисковото финансиране в Европа, в сравнение със САЩ.

Интерес представляват източниците за набавяне на капитал от рисковите фондове в САЩ. За тази цел се използва изследване на „Bloomberg“ (2014), чиито данни са представени на фигура 2.

От данните се вижда, че основните инвеститори в рисковите фондове в САЩ са публичните пенсионни фондове и даренията, осигурявани от фондации и частни лица, докато банките и останалите финансови посредници осигуряват едва 8 на сто от общия размер на капитала. Този факт е показателен за високата степен на риск, който носят инвестициите в иновации, и на изгра-

дената култура за осигуряване на капиталовложения в по-високо рискови проекти.

Аналозите между пазара за рисков капитал в САЩ и Европа, а в частност и в България, не биха били достатъчно уместни и коректни поради различията в спецификите на средата и регулаторните ограничения, които лимитират инвестирането на капитал от пенсионно-осигурителните компании с цел защита вложенията на осигурените лица. Все пак може да се направи извод за важната роля, която имат институционалните инвеститори за развитието на рисковото финансиране, които осигуряват над 70 на сто от общите инвестиции на рисковите фондове.

Инвестициите на рисковите фондове ще имат нарастваща и важна роля за българските предприятия, предвид създаването на благоприятни условия за улесняване на растежа на експортно ориентирани предприятия, въвеждане на модерни технологии и бизнес модели за управление, развитие на иновативни продукти с подобрени качествени характеристики. Рисковите фондове създават добри предпоставки за повишаване на конкурентните предимства на иновативни предприятия с пазарен и управленски потенциал и превръщането им в по-успешни и по-добре управлявани стопански организации.

Алтернативни форми на финансиране на иновациите в България

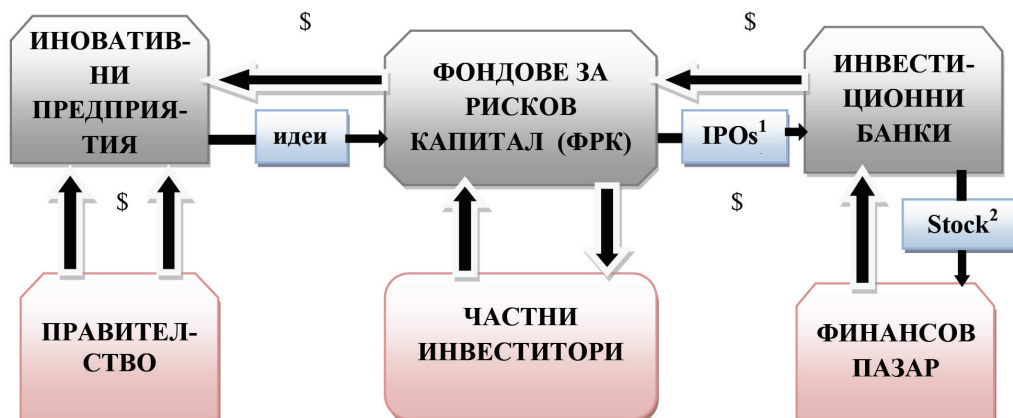
При оценката на иновационните процеси в страната трябва да се изхожда от контекста, в който се развива икономиката на страната от 2009 г. насам. От началото на този период до 2015 г. вкл. националната статистика отчита седма поред година, в която няма да бъде постигнат стабилен икономически растеж. Вътрешното потребление и инвестиционната активност остават ниски при липса

Управление на ресурси и разходи

на качествени нови бизнес проекти. В подобни условия иновациите и развитието на предприемаческата дейност се развиват с крайно недостатъчен темп, поради посочените проблеми, а не благодарение на целенасочена държавна политика.

Законодателната рамка, която определя развитието, респ. финансирането на иновациите в страната има принос за иновационното развитие, но напредъкът в тази област се дължи основно на външни за страната фактори като: хармонизацията в патентното законодателство с това

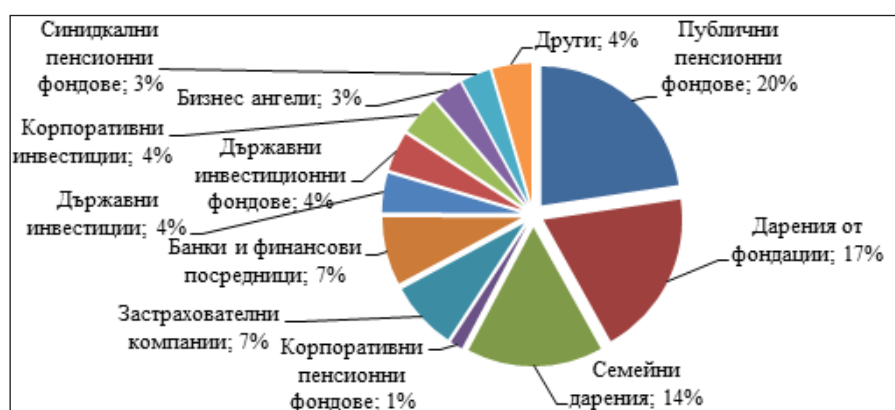
на ЕС; проекти на документи, разработени от негържавни експертни екипи, вкл. стратегии за развитие на високите технологии и на клъстерите; документи, по силата на които страната се задължава да усвоява европейско финансиране чрез националните инструменти ОП „Конкурентоспособност“ за програмния период 2014-2020 г., ОП „Иновации и конкурентоспособност“, „ОП „Наука и образование за интелигентен растеж“ и ОП „Иновационната стратегия за интелигентна специализация за програмния период 2014-2020 г.“



(¹) Първично публично предлагане

(²) Продажба на дялове на вторичния финансов пазар

Фигура 1. Схема на функционирането на пазара за осигуряване на рисков капитал в САЩ



Фигура 2. Източници за набавяне на капитал на рисковите фондове в САЩ за 2014 г.

Националната политическа воля за развитие на науката, технологиите и иновациите за последното десетилетие се изчерпва с три документа: Закон за насърчаване на научните изследвания (2003 г.); Иновационна стратегия (2004 г.) и Национална стратегия за развитие на научните изследвания (2011 г.). В тази връзка трябва да се отбележи, че реализацията на тези документи не е подкрепена с устойчив и последователен финансов и административен ангажимент от страна на държавата, което обвързва изпълнението на заложените цели и задачи в тях в зависимост от конкретната политическа и икономическа конюнктура.

На фона на тези констатации впечатлява, че голяма част от българските предприятия увеличават своята иновационна активност. Показателна е статистическата информация за разходите на предприятията за научноизследователска и развойна дейност (НИРД), които са представени на фигура 3.

Данните за иновационните разходи на предприятията контрастират в сравнение с тези на държавния сектор и висшето образование. Нещо повече, след 2009 г. се наблюдава спад в средногодишните стойности на държавните разходи, което намира обяснение с кризисното влияние върху икономиката и спада на публичните приходи.

В регионален аспект липсват сигнали за структурно подобрене на иновационния процес, въпреки увеличения бюджет на пред-

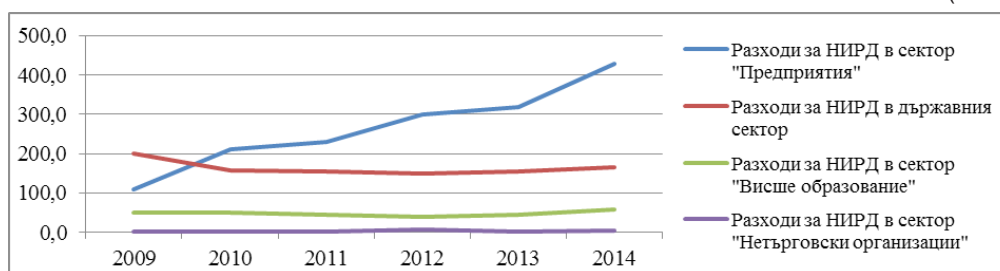
приятията на средствата за НИРД. Данни за регионалната структура на разходите за НИРД са представени на фигура 4.

Представените данни са показателни за това, че основната част от финансирането за осъществяване на НИРД в страната продължава да е силно концентрирана в един район, обхващащ столицата, което изтегля човешки ресурс към научноизследователските звена, разположени в нея, и поставя под съмнение пълноценното използване и развитието на научния и иновационния потенциал на останалите райони.

Независимо от положителния темп на изменение на разходите за НИРД на регионално ниво, се отчита сериозно изоставане на страната по отношение на средствата, които усвоява за иновации по програмите на ЕС.

По данни на Европейската комисия изплатените от Комисията и разпределяни на налични средства по тематични области за Европейския съюз показва, че научните изследвания, технологичното развитие, иновациите и предприемачеството не са сред приоритетните за България. Едва 4,4 на сто от усвоените от бенефициентите в страната средства по Европейския фонд за регионално развитие, Кохезионния фонд и Европейския социален фонд са насочени за насърчаване на посочените области, което отрежда на страната последно място сред страните от ЕС. Данните са представени на фигура 5.

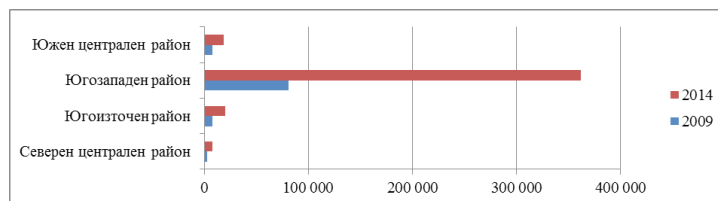
(млн. лв.)



Фигура 3. Общо разходи за НИРД по видове и сектори

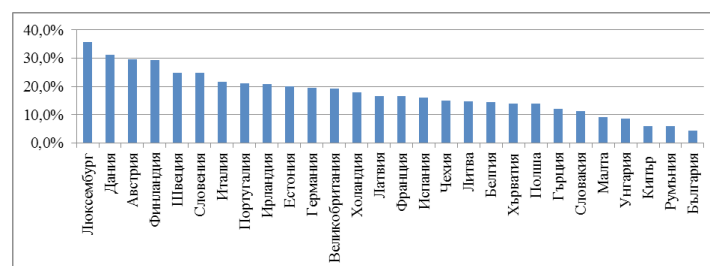
Източник: НСИ (Разходи за НИРД по видове и сектори), 2015

(хил. лв.)



Фигура 4. Регионална структура на разходите за НИРД, сектор Предприятия
Източник: НСИ (Научноизследователска и развойна дейност), 2015

(%)



Фигура 5. Финансиране по тематична област „научноизследователска и технологична развойна дейност, иновации и предприемачество“ по оперативни програми за програмен период 2007-2013 г.

Източник: Евростат, 2014

Заклучение

От усвояването на иновациите и повишаването на иновативността на българските предприятия зависи в голяма степен успешното им развитие и възможностите да се адаптират в съвременните пазарни условия, характеризирани се с турбулентни, често трудни за прогнозиране промени. Иновациите, научно аргументирани като основен конкурентоопределящ фактор, са свързани с поемането на съществено по-високи нива на риск. Това ограничава възможностите за осигуряване на финансов ресурс, което е сред основните причини за по-ниската степен на иновативност за преобладаващата част от българските предприятия.

Независимо от наложените традиционни разбирания за банките като основни институции, които осигуряват финансови средства за кредитиране на стопанската дейност на българските предприятия, при

иновационните проекти на микро, малките и средни предприятия тази възможност е силно ограничена. Причините за това може да се търсят основно по линия на две основни направления: първата е свързана с естеството на иновациите, които предполагат завишено равнище на риск, и втората е свързана с ниския потенциал, който имат българските микро, малки и средни предприятия. Алтернатива на банковото финансиране се явяват различните форми на финансиране чрез дялово участие и преди всичко фондовете за рисков капитал. Те представляват благоприятна възможност, от която българските иновативни предприятия могат да се възползват. Изразената позиция се подкрепя с наличието на двустранен интерес от изграждането на такива партньорски взаимоотношения. От една страна, българските предприятия имат нужда от технологично обновление, което изисква значителни финансови ресурси, знания и опит, с които не всички местни

предприятията разполагат. От друга страна, рисковите фондове биха били мотивирани да инвестират средства и време в иновационни проекти, обезпечени с достатъчно човешки капитал и перспективни мениджърски идеи с потенциал за пазарна реализация.

Не може да се пренебрегне и важната роля на държавата при подкрепата на развитието на иновациите в страната. Липсата на достатъчно финансов капацитет се използва като оправдание за липсата на дългосрочна политика за насърчаване на развитието на иновационния потенциал на българските предприятия.

Разходите за изследване и финансиране на иновациите са високи, но те са фактор за осигуряване на растеж и конкурентоспособност на българската икономика. Липсата на грижа от страна на държавата, в т.ч. осигуряването на благоприятни условия за развитие на иновациите в страната, има конкретни измерители – увеличаване на технологичната изостаналост на българската икономика, запазване на тенденциите за загуба на качествен човешки потенциал, зависимост от европейските фондове и чуждестранните инвеститори.

Цитирани източници:

Боев, У., А.Чобанов, С. Симеонова, Д. Божилов, 2005. Финансиране с рисков капитал – ръководство на българския предприемач, С. „Урсит“ ООД.

(Boes, W., A. Chobanov, C. Simeonova, D. Bozhilov, 2005. Finansiranje s riskov kapital - rukovodstvo na balgarskia predpriyemach, S. „Ursit“ OOD)

Георгиев, Ив., Цв. Цветков, 2011. Управление на проектния риск, С. УИ „Стопанство“.

(Georgiev, I., Tsv. Tsvetkov, 2011. Upravlenie na proyektia risk, S. UI „Stopanstvo“)

Георгиев, Ив., Цв., Цветков, Д. Благоев, 2013. Мениджмънт на фирмените иновации и инвестиции, 2-ро преработено и допълнено издание, С. Издателски комплекс – УНСС.

(Georgiyev, Iv., Tsv., Tsvetkov, D. Blagoev, 2013. Menidzhmunt na firmenite inovatsii i investitsii, 2-ro preraboteno i dopulneno izdanie, S. Izdatelski kompleks – UNSS)

Годишен доклад за състоянието и развитието на МСП в България, 2007. С. МИЕ.

(Godishen doklad za sustoyanieto i razvitiето na MSP v Bulgariya, 2007. S. MIYE)

Lerner, J., Y. Pierrakis, L. Collins, A. Biosca, Atlantic Drift, Venture Capital performance in the UK and the US, June 2011.

Zider, B., 1998. „How the Venture Capital Works“, 1998. Harvard Business Review.

Campbell, D., T. Craig, Organisations and the Business Environment, Second Edition, 2005, Elsevier Butterworth-Heinemann.

Ebben, J., 2005. Managing Risk in a New Venture, retrived from: <http://www.inc.com/resources/startup/articles/20050301/risk.html>

Raade, K., Machado, C., 2008. Recent developments in the European private equity markets, Economic papers 319, April 2008.

Stevenson, H., M. Roberts, W. Sahlman and A. Bhile, 1999. The entrepreneurial venture, HBS Press, 1999.

Bloomberg Business, Behind the Venture Capital Boom: Public Pensions, 2014.

The Wall Street Journal: Venture Capital Investments Hit \$19.2 Billion in Second Quarter, July 15, 2015.

<http://ec.europa.eu/eurostat>

<http://www.nsi.bg/>

<http://jeremie.bg/bg>