



IZVORI FINANSIRANJA INOVATIVNOG POSLOVANJA: FONDOVI RIZIČNOG KAPITALA

SOURCES OF FINANCING OF INNOVATIVE BUSINESS: VENTURE CAPITAL FUNDS

Ludmila Vladimirovna Prigoda

Maykop State Technological University, Maykop, Russian Federation

Zoran Čekerevac

Faculty of Business and Law of the “Union – Nikola Tesla” University in
Belgrade, Belgrade, Republic of Serbia

Vera Alekseevna Kiseleva

Maykop State Technological University, Maykop, Russian Federation

©MESTE

JEL Category: **E22, G24, L24**

Apstrakt

U modernoj tržišnoj ekonomiji u cilju inovativnog razvoja, preduzetnički kapital (venčer kapital) je jedan od izvora finansiranja koji najviše obećava. Imajući u vidu iskustva razvijenih zemalja, efektivno funkcionisanje tržišta investicija je poseban mehanizam za implementaciju strategije inovativnog razvoja nacionalnog ekonomskog sistema i stoga je objektivna nužnost. U radu prikazano istraživanje prikazuje trenutno stanje i probleme ruskog tržišta investicija, što je i bio cilj istraživanja. Sledeći primenjene istraživačke principe sistemskog, strukturalnog i funkcionalnog pristupa baziranog na dijalektičkim metodu, primenjene su i aktivno korišćene metode analize i sinteze. Kao rezultat sprovedenog istraživanja, autori su otkrili da je rusko tržište investicija u fazi primarne zrelosti, što je određeno prisustvom više objektivnih razloga i na makro i na mikro nivou. Pored toga, dok tržište rizičnog kapitala aktivno koristi državne finansijske resurse, i aktivnost razvojnih institucija se ocenjuje kao "pozitivna", jedan od ključnih problema je niska aktivnost startup „autputa“. Ipak, nacionalni sistem rizičnog finansiranja pokazuje pozitivne tendencije ka obnavljanju sistema državne podrške inovacijama. Rezultati istraživanja se mogu koristiti u praksi formiranja preduzetničkog okruženja i formiranja njegovih infrastrukturnih elemenata, a takođe, mogu ih primeniti i učesnici nacionalnog tržišta rizičnog kapitala.

Ključne reči: rusko tržište rizičnog kapitala, investicioni fond, investicije, preduzetništvo, faze životnog ciklusa, razvojne institucije

Adresa autora zaduženog za korespondenciju:

Zoran Čekerevac

[✉ zoran@cekerevac.eu](mailto:zoran@cekerevac.eu)

Abstract

In the modern market economy aimed at innovative development, venture investment is one of the most promising tools. Considering the experience of the developed countries of the world, effective functioning of the venture market is a special mechanism for implementing the strategy of the national economic system innovative development and thus, is an objective necessity. The presented research characterizes the current state and problems of the Russian venture market, which is the goal of the research. During the research principles of systemic, structural and functional approaches based on the dialectical method were applied, and methods of analysis and synthesis were actively used. Because of the conducted research, the authors found that the Russian venture capital market is at the stage of primary maturity, which is determined by the presence of many objective reasons, both at the macro- and micro-levels. In addition, while the venture market is actively using state financial resources, and the activity of development institutions is assessed as "positive", one of the key problems is the low activity of start-up "output". Nevertheless, the national risk financing system demonstrates positive tendencies to renew the system of state support for innovations. The results of the research can be used in practice of a venture environment building and formation of its infrastructure elements, and, also, applied by participants of the national venture market.

Keywords: *Russian venture capital market, venture fund, venture investments, life cycle stages, development institutions.*

1 UVOD

Formiranje startup ekosistema (nacionalni sistem 'venture' finansiranja) "je objektivna nužnost za našu zemlju¹, pošto uzimajući u obzir iskustva razvijenih zemalja sveta, korišćenje ovakvih oblika rizičnog ulaganja pomaže u postizanju maksimalno brzog razvoja visokotehnoloških industrija ". (Gricunova & Kosolapova, 2015, p. 33). Analizom razvoja preduzetničkog ekosistema bavili su se mnogi autori između kojih i (Boguslavskij & Ugnich, 2014), (Dudin & Ivashhenko, 2016), (Prigoda, Gosudarstvennoe regulirovanie venčurnogo finansirovanija innovacionnoj dejatel'nosti, 2017), (Prigoda & Paladova, 2013), (Volodin & Volkova, 2016).

Prema rečima stručnjaka, "... efekat (dohodak) koji je stvorio pred sistem sa pravilno organizovanim radom, zasnovan na iskustvu razvijenih zemalja (SAD, Japan, itd.), Može značajno (10-100 puta) premašiti profitabilnost kapitala uloženog u produktivne investicije i hartije od vrednosti, u višem stepenu predvidljive sigurnosti dobijanja pozitivnog efektivnog konačnog rezultata ... " (Denisov, 2015, p. 49).

Rizično finansiranje je prvenstveno fokusirano na implementaciju svih faza životnog ciklusa visokotehnoloških projekata, pa je stoga neophodno imati posebne investicione

mehanizme koji mogu uključiti velike količine finansijskih sredstava i optimizovati strukturu rizika. Tržište rizičnog kapitala postaje jedan takav mehanizam.

Mnogi stručnjaci se slažu da je preduzetništvo već formirano na svetskom tržištu, dok je u Rusiji u fazi formiranja, čija je suština neprekidno obezbeđivanje određenih visokotehnoloških projekata (startapa), uglavnom od strane malih inovativnih privrednih subjekata. (Prigoda & Brezhneva, 2014) (Vorob'ev, 2016) Zadatak preduzetništva je da maksimizira profitabilnost investicija u visoko investicionim rizicima. U najrazvijenijim zemljama, tržište rizičnog kapitala je dokazalo svoju efikasnost i smatra se jednim od prioritetnih alata za implementaciju inovativnog modela privrede. "Mnoge uspešne visokotehnološke kompanije kao što su Apple, Google, Cisco System su stvorene korišćenjem 'rizičnih' ulaganja" (Ugnich, 2016, p. 169).

Međutim, ni u ekonomski razvijenom delu sveta situacija nije ista. U Nemačkoj startup preduzeća sa briljantnim projektima dostižu maksimalno veličinu srednjih preduzeća. Sa druge strane, Izrael i SAD vrlo često uzdižu startup kompanije do vodećih svetskih kompanija. (Keze, 2016, p. 169) Teško je verovati da bi u Nemačkoj mogle da se pojave preduzeća poput Fejsbuka ili Gugla.

¹ Rusija (primedba autora)

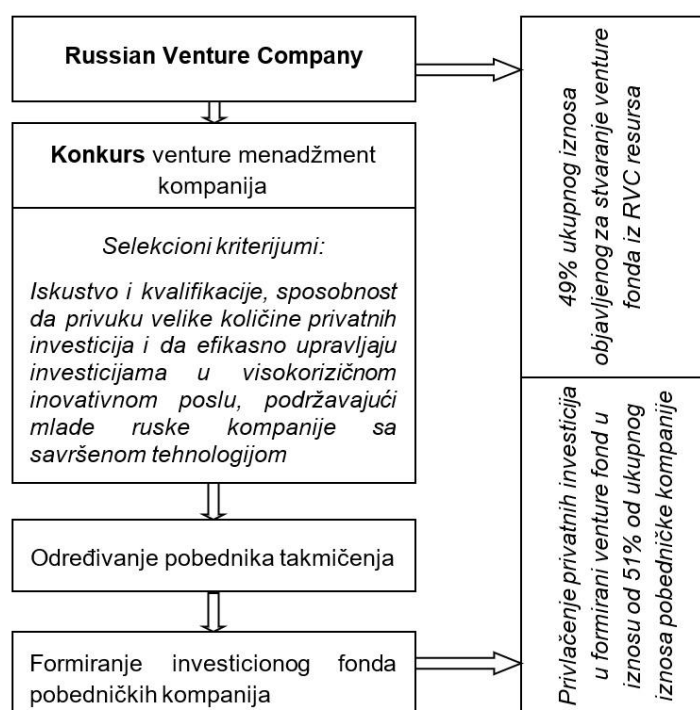
Najverovatnije startapi ne bi mogli da prikupe potrebna sredstva. Nemačka država više voli da za rizična finansiranja izdvaja javna sredstva iz određenih fondova, nego da izvrši reformu poreskih i preduzetničkih zakona. Ulaganje u startap firme je veoma rizično i može da se kreće u rasponu od potpunog gubitka sredstava do velike dobiti. Pošto država svojim subvencijama ne ublažava gubitke. Biznis anđeli mogu da računaju na državnu pomoć od samo 20% od sopstvenih investiranih sredstava, pa im se često i ne isplati da za njih podnose zahteve, tako da deo planiranih sredstava ostaje u nemačkom budžetu neiskorišćen. S druge strane, u SAD u rizična ulaganja se ulaže i 30 puta više sredstava nego u Nemačkoj. U SAD i penzioni fondovi deo svojih sredstava ulažu u rizični kapital, što može da izgleda kao kockanje, ali sa druge strane obezbeđuje kapital za ubrzani rast privrede i startapa. Na taj način je Uber uspeo da se lansira i visoko pozicionirani, dok je njegov panda, nemački MyTaxi, iako formiran dve godine ranije, zbog nedostataka sredstava u početnoj fazi znatno sporije rastao. Po podacima nemačkog saveznog ministarstva za finansije sa početka 2014. godine, u Nemačkoj je 0,02% nacionalnog bruto proizvoda otišlo u rizični kapital, dok je Izrael u te svrhe uložio oko 0,39%, SAD oko 0,17%, Švajcarska 0,05%, a Velika Britanija 0,04%. (Keze, 2016, p. 168). Iako je još 2013. godine

najavljivan Zakon o venčer kapitalu, u Srbiji je usvojen Zakon o ulaganjima (Vlada RS, 2015) u kome su u članu 13 predviđeni podsticaji za ulaganja. Ispostavilo se da su podsticaje uglavnom dobijali strani investitori i to oni koji su svoju tehnologiju prenosili u Srbiju. Po članu 12 Zakona o ulaganjima, prvi kriterijum za utvrđivanje značaja ulaganja je „broj novih radnih mesta i efekat ulaganja na broj zaposlenih u privredi u jedinici lokalne samouprave;“. Iz samog kriterijuma se vidi da se ne radi o ulaganjima u startape, već u preduzeća koja mogu da omoguće masovno zapošljavanje. Poseban problem je što zapošljavanje često traje samo toliko koliko traju i subvencije, ali to nije tema ovog rada.

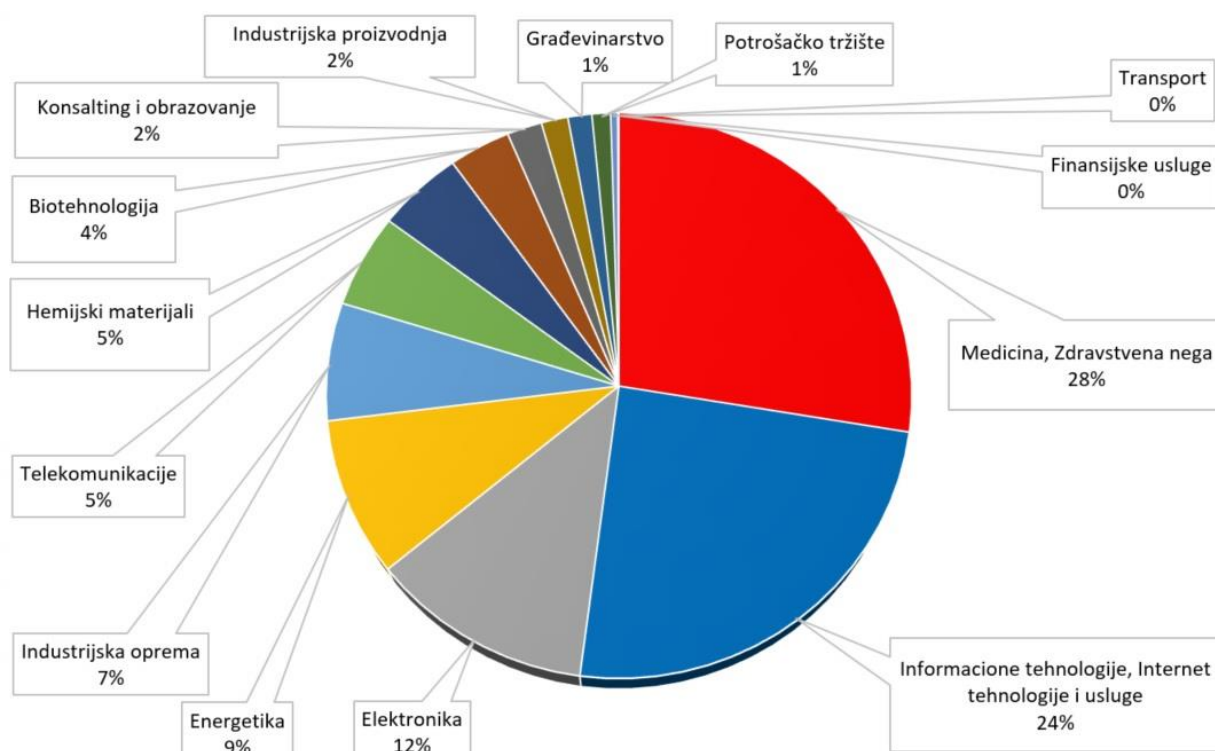
2 ISTRAŽIVANJE

Formiranje sistema finansiranja domaćih rizičnih ulaganja povezano je sa stvaranjem Ruske Venčer Kompanije a.d. (RVK) juna 2006. godine, koja je bila deo strukture Ruske asocijacije rizičnog kapitala (RAVI) sa 100% državnim kapitalom.

Koncept RVK aktivnosti sastoji se od rangiranja kompanija za upravljanje rizicima i odabira favorita na konkurentnoj osnovi u cilju daljeg obezbeđivanja sredstava. Pojednostavljena šema za formiranje investicionih fondova sa učešćem RVK-a prikazana je na slici 1.



Slika 1. Shema osnivanja investicionih fondova sa učešćem RVK-a



Sl. 2. Raspodela investiranih sredstava sa učešćem kapitala RVC po sektorima privrede za period 2007-2016

Izvor: (Legostayeva, Troshina, & Sokolova, 2016)

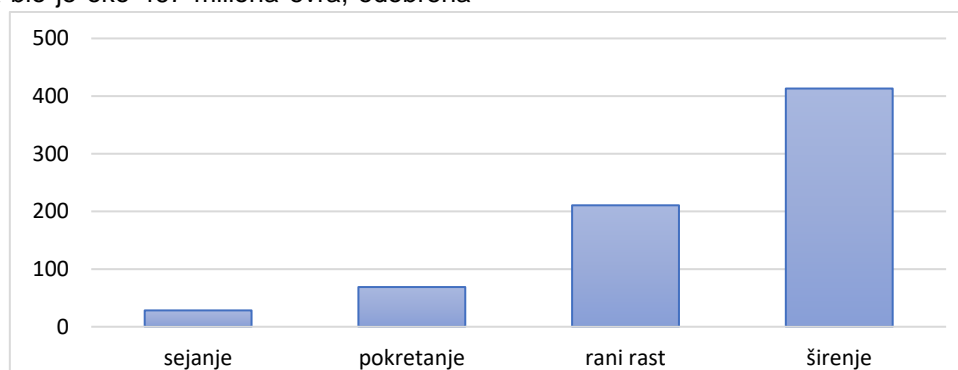
Ovaj mehanizam omogućava aktiviranje rada kompanija - pobednika takmičenja za potragu za privatnim ulaganjima u visoko rizičnim inovacijskim poslovima.

Raspodela investiranih sredstava sa učešćem kapitala RVC po sektorima privrede za period 2007-2016. prikazana je na slici 2.

Broj venture fondova u Rusiji stalno raste. Na kraju 2016. godine u okviru javno-privatnog partnerstva postojala su 22 registrovana venture fonda sa učešćem OAO RVC kapitala. Ukupan iznos sredstava bio je oko 467 miliona evra, odobrena

su 253 projekta za investicije za ceo period postojanja RVC (do kraja 2016. godine) i 34 nova portfolija u 2016. godini. Iste godine, 8 investicija u inovativnu infrastrukturu ostvareno je u iznosu od 30,55 miliona evra, što je takođe doprinelo razvoju venture industrije.

Veličine venture ulaganja (u milionima evra) koja pripadaju različitim fazama životnog ciklusa malih inovativnih preduzeća - "sejanje", "pokretanje", "rani rast" i "širenje" ("održivi rast") - prikazani su na slici 3.



Sl. 3 Veličine venture ulaganja (u milionima evra) koja pripadaju različitim fazama životnog ciklusa malih inovativnih preduzeća

Izvor: Autori na osnovu (RVC, Portfolio Funds, 2018)

Trenutno stanje na tržištu investicionog ulaganja u inovacije može se okarakterisati kao period primarnog zrelosti. Period spontanih investicionih aktivnosti neprofesionalnih učesnika je završen, a fokus pažnje preživelih i stabilnih igrača prelazi na investicione projekte zašle u više faze razvoja. Tendencije sazrevanja tržišta, tj. spremnost glavnih igrača da realizuju dugoročne velike investicije u visoko rizične inovativne projekte potvrđuju civilizovanije izlazne procedure investitora.

U 2016. godini potpisano je dvanaest takvih ugovora ukupne vrednosti veće od 300 miliona evra, uključujući tri velika ugovora od preko 81 milion evra. Zapažen je trend pojavljivanja niza uspešnih preduzetnika i povećanja broja uspešnih inovativnih kompanija, što se ogleda u prosečnoj vrednosti transakcija, koja se povećala u 2016. godini u odnosu na 2014. godinu sa 2,3 na 4,1 milion evra. (RVC, Portfolio Funds, 2018)

Preorijentacija investitora na zrelije projekte, koji su u kasnijim fazama životnog ciklusa, zauzvrat povećava konkurenciju projekata koji su u ranijim fazama. Kako pokazuje praksa, gotovo da je prošlo vreme kada su mnogi neiskusni investitori ulagali značajna finansijska sredstva u bilo koji projekat u nadi da će lako profitirati.

Trenutno su u fokusu razvijeniji projekti sa dobro izgrađenim finansijskim modelima i procedurama, a sve je veća potreba za inovativnim kompanijama koje bi svoje investicije usmerile na projekte

nezavisno postizanje prvih rezultata. Treba obratiti pažnju na sve veću konkurenciju među investitorima za finansiranje kvalitetnih projekata, što zahteva da investitori aktivnije promovišu sopstvena sredstva i priče o svom uspehu. Ove aktivnosti su sve primetnije kroz povećano delovanje venčer industrije u medijima. Međutim, većina tržišta zbog zamagljenosti i nejasnosti transakcija ne spada u oblast koju prati zvanična statistika. Pozitivan trend ukupnih vrednosti transakcija obavljenih u svim fazama životnog ciklusa malih inovativnih preduzeća svedoči u prilog hipotezi o povećanju zrelosti tržišta. 2016. godina, koja je pokazala negativnu dinamiku ulaganja, za sada izgleda kao izuzetak.

Sa prelaskom na zrelije faze životnog ciklusa malih inovativnih preduzeća, broj zaključenih transakcija rizičnog finansiranja se intenzivno smanjuje, dok se obim venčer ulaganja u zaključenim transakcijama intenzivno povećava u kasnijim fazama životnog ciklusa. Ovaj trend ukazuje na to da u Rusiji i dalje postoji nestašica profesionalnih investitora (i privatnih i institucionalnih) specijalizovanih isključivo za faze "pre sejanja" i "sejanja" i spremnih da investiraju u faze razvoja povezane sa povećanim rizikom ostvarenja profita i povraćaja investicija.

U tabeli 1 prikazana je dinamika broja i veličina venčer transakcija izvršenih u periodu 2014-2016. godine u različitim fazama životnog ciklusa malih inovativnih preduzeća.

Tabela 1. *Dinamika broja i veličina venčer transakcija izvršenih u periodu 2014-2016. godine u različitim fazama životnog ciklusa malih inovativnih preduzeća (RAVI, Analiticheskie sborniki RAVI 2004-2017, 2017)*

Faze životnog ciklusa malih inovativnih preduzeća	Broj transakcija [kom]			Obim transakcija [mil. USD]		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Sejanje i start-up	172	112	123	43	23	16
Rani rast	39	49	52	77	36	30
Širenje	42	29	37	647	720	633
Restrukturiranje	0	2	0	0	64	0
Pozna faza	2	3	1	107	182	132
Nepoznato	1	8	4	4	18	4
Ukupno	256	203	217	878	1043	816

Tabela 1. ilustruje nizak nivo (u komadima i obimu transakcija) ruskog preduzetništva. Rusko tržište venčer kapitala u 2016. godini karakterisao je sve veći oprez investitora, uz očuvanje investicionih

prioriteta (u smislu obima). Vidi se neznatan rast broja transakcija u odnosu na 2015. godinu uz značajan pad ukupnog obima transakcijama.

Beleže se i rast broja transakcija u fazi sejanja i pokretanja za 10%, ranog rasta za 6% i čak 27,5% u fazi širenja, ali to su (izuzev faze rasta) još uvek slabiji rezultati nego u 2014. godini.

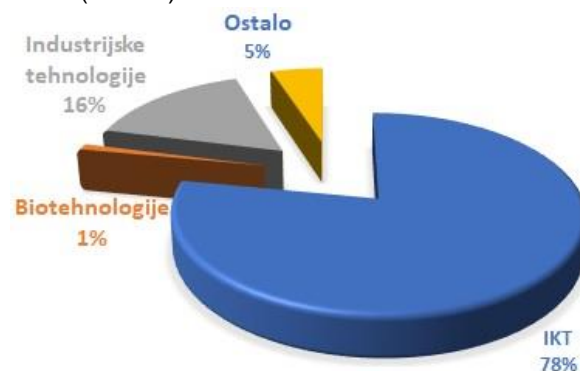
U obimu transakcija svi pokazatelji su slabiji od odgovarajućih iz 2015. godine između 12 i 30,4% uključujući i ukupni obim transakcija koji je manji za 27,4%

Ako se posmatra prosečna vrednost transakcija po transakciji vidi se značajan pad srednje vrednosti transakcija, koji je još i veći ako se iz razmatranja isključi mali broj transakcija u poznoj fazi.

Tokom 2016. i početkom 2017. godine stejkholderi ruskog tržišta rizičnog kapitala su odražavali konzervativne procene stanja u ruskoj ekonomiji, držeći se opreznih investicionih strategija, koje su, zajedno sa drugim makroekonomskim i spoljnopolitičkim faktorima, dovele do značajnog ograničenja rasta, bolje rečeno, pada vrednosti tržišta rizičnog kapitala.

Prema podacima Ruske asocijacije rizičnog kapitala (RAVI) u prvoj polovini 2017. godine zabeležena je pozitivna dinamika ukupne kapitalizacije sredstava fondova VC² i RE³ (povećanje od oko milijardu evra). (RAVI, 9 mesyacev 2017 Obzor Rinka, 2017) Istovremeno, preko 90% sredstava stvoreno je državnom podrškom. Takođe je došlo do uočljivog priliva novih igrača: pojavilo se 7 novih investicijskih fondova (3 - uz učešće državnog kapitala). Država i dalje aktivno učestvuje na investicionom tržištu: ona obezbeđuje 30% ukupnog broja operativnih sredstava. Štaviše, državna sredstva su i dalje dominantni izvor investicija za kompanije "ne-IT" sektora: preko 90% aktivnih investicionih sredstava rizičnog kapitala sa učešćem državnog kapitala fokusirano je na ulaganje u realnu ekonomiju ili ima mešovite preferencije. Ovde treba naglasiti da glavni investicioni fokus privatnih fondova leži u oblasti informacionih i komunikacionih tehnologija (IKT). Situacija sa investicionim preferencijama privatnih VC fondova je recipročna sa odnosom dela sredstava koji čini državni kapital: većina privatnih VC fondova

fokusirana je isključivo na ICT sektor, čiji je obim 78%. (Slika 4)



Slika 4. Distribucija obima privatnih sredstava VC investicija po sektorima privrede u prvoj polovini 2017

Grafikon 4 pokazuje da udeo tehničko-tehnološkog sektora čini 16% ulaganja, dok je samo 1,0% investicija usmereno na sektor biotehnologija. Ovi podaci svedoče o dominantnom "mono-profilnom" karakteru ruske inovacijske industrije. Shodno tome, očigledna je potreba da se postojeći "mono-profil" trend minimizira.

Da bi se rešio ovaj problem, stvorene su državne institucije za razvoj ruskog tržišta ulaganja, kao što su Skolkovo, RUSNANO, FREI, itd. Ni eksperti nemaju zajedničko mišljenje o oceni njihovih aktivnosti, zapažajući i slabe i jake tačke implementacije projekata od strane ovih institucija. U većini slučajeva slabe tačke uključuju prekomerno uplitanje vlade u finansiranje projekata, što značajno otežava normalno funkcionisanje preduzetničkih kompanija, i previše izveštaja o potrošnji, koji značajno komplikuju rad na osnovnim aktivnostima i povećavaju napore potrebne za realizaciju projekata. Međutim, visoka aktivnost države se može smatrati i pozitivnim trendom, pošto privatni investitori nisu spremni da primenjuju kapitalno intenzivne inovativne projekte u realnom sektoru privrede. Štaviše, mnogi se stručnjaci slažu da aktivnosti ruskih razvojnih institucija doprinose formiranju i normalnom funkcionisanju nacionalnog investicionog tržišta (preduzetničkog ekosistema),

² VC fond – Fond, u čijem su portfoliju rizične investicije, investicije u kompanije u fazama poduhvata (setva, pokretanje, rani rast i u nekim slučajevima ekspanzija) zastupljene sa više od 90%

investicija. Obim investicija je manji od 100 miliona dolara.

³ RE investicija - Fond, u čijem portfoliju ima manje od 10% ulaganja u VC investicije

pa se i kultura preduzetništva i pokretanja novih preduzeća (inovativna kultura) ubrzanije razvija.

Jedna od karakteristika ruskog investicionog tržišta je niska aktivnost startup "izlaza", njihova prodaja ili pristup IPO-u⁴. Prema Ruskoj asocijaciji investicionih ulaganja (RAVI), zabeleženo je 12 izlaza za devet meseci 2017. godine, dok ih je u 2016. godini bilo 49. Glavni razlog za smanjenje aktivnosti je niska konkurentnost investicionog tržišta u svim oblastima i monopolizacija pojedinačnih segmenata, što smanjuje potrebu velikih kompanija za inovacijama. Često, pseudo nacionalne korporacije i ne podržavaju interesovanje za razvoj konkurencije.

Aktivnosti takvih kompanija su visoko profitabilne čak i bez upotrebe inovacija, a shvatanjem potrebe za uvođenjem inovacija, kako bi se smanjili troškovi i poboljšali proizvodni procesi, značajno bi podržale i napredak nacionalne ekonomije. To bi, sa druge strane, povećalo potražnju za inovativnim proizvodima (uslugama) kreiranim za direktne potrebe određene kompanije i na kraju bi delimično rešilo problem izlaska finansiranih kompanija.

Uprkos aktivnom položaju države u vezi sa razvojem investicionog finansiranja i razumevanju potrebe za stvaranjem i razvojem preduzetničkog ekosistema u Ruskoj Federaciji, nedostaju državni planski dokument i identifikacija najrelevantnijih trendova u industriji - Strategija razvoja ruskog tržišta kapitala. Formiranje glavnih odredbi dokumenta povereno je Ministarstvu za ekonomski razvoj Ruske Federacije i RVC, a strategiju treba dostaviti Vladi Ruske Federacije do kraja 2018. godine. (Sobranie zakonodatel'stva RF, 2011) (RVC, Strategija razvitija otrsli venchnogo investirovanija v Rossijskoj Federacii (Otkrytyj proekt dlja obsuzhdenija i dorabotki pri uchastii professional'nyh uchastnikov rynka venchnogo investirovanija), 2015) Ciljeve i smernice za implementaciju Strategije za razvoj preduzetničkog tržišta u Ruskoj Federaciji prepoznali su učesnici foruma "Ekosistem inovacija", održanog u Sočiju 30.11.-01.12. 2017. (Various authors, 2017)

Poslovna zajednica veruje da bi cilj strategije trebalo da bude osiguranje raspoloživosti ulaganja

u rizične investicije i razvoj alata za takve investicione poduhvate. Istovremeno, učesnici su identifikovali glavne pravce implementacije Strategije: formiranje održivih institucija investicionog tržišta; proširenje ponude rizičnog kapitala; ubrzani razvoj tehnološkog preduzetništva.

Treba napomenuti da se u okviru širenja ponude rizičnog kapitala predlaže uklanjanje ograničenja ulaganja za institucionalne investitore, što je svakako očekivana i pravovremena odluka.

U skladu sa zakonodavstvom Ruske Federacije penzijski i fondovi osiguranja mogu ulagati u ograničenu listu bez-rizičnih instrumenata, a nedostatak odgovarajućeg regulatornog okvira stvara "barijere" za učešće u kapitalu rizičnih fondova značajnim potencijalnim investitorima. Eliminisanje "barijera" bi izazvalo pojavljivanje dodatnog izvora finansijskih resursa na investicionom tržištu i obezbedilo dodatnu profitabilnost za nove tržišne aktere, kao i održalo prihvatljiv nivo rizika. Kao rezultat, očekuje se povećanje konkurentnosti na svim nivoima preduzetničkog ekosistema. Istovremeno, treba napomenuti da se u ovom slučaju posmatraju samo nevladine institucije, kao Nedržavni penzioni fond (NPF), kao novi učesnici. Pretpostavlja se da će zbog implementacije smernica Strategije učešće NPF-a u strukturi kapitala investicionog tržišta biti oko 20 odsto, što odgovara strukturi rizičnog kapitala u mnogim zemljama.

U okviru formiranja i razvoja efikasne infrastrukture nacionalnog preduzetničkog ekosistema doneta je odluka o uspostavljanju nekomerčijalnog partnerstva Saveta tržišta kapitala pod RVC-om, koji je dobio status savetodavnog odbora. U glavni prezidijum Saveta uključeno je deset lidera investicionih fondova, ruskih kompanija i udruženja investitora. Glavni pravac delovanja Saveta je osiguravanje interakcije RVC sa postojećim i potencijalnim ulagačima i poboljšavanje kvaliteta programa obuka i inicijativa tog razvojnog instituta.

Nacionalni sistem rizičnih ulaganja predstavlja pozitivnu tendenciju obnavljanja sistema državne podrške inovacijama, stimulaciji tehnološkog

⁴ IPO (Initial public offering) - inicijalna javna ponuda je

proces kojim privatna kompanija može javno objaviti prodaju svojih akcija široj javnosti.

preduzetništva i optimizaciji mera podrške razvojnih kompanija. Osim toga, rizično investiranje nije samo obećavajuće sredstvo za inovativno preduzetništvo, sposobno da minimizira nedostatak finansijskih resursa tehnoloških kompanija koje nisu dosegle prelomnu tačku za finansiranje inovacija, već može poslužiti i kao indikator efikasnog sistema selekcije projekata visokog kvaliteta koji mogu preuzeti vodeće pozicije na ruskom i spoljnom tržištu visokih tehnologija.

Zaključci

Rezultati za 2016-2017. su pokazali da su makroekonomski faktori i spoljno politička situacija ostaju glavni faktori koji utiču na dinamiku ulaganja rizičnog kapitala. Istovremeno, nastavak aktivnosti investitora na ruskom investicionom tržištu, kao i predviđanja za obnovu investicionih aktivnosti u 2018. godini, omogućavaju da se dalje

perspektive razvoja procene sa umerenim optimizmom. Brojni analitičari smatraju da je u 2017. godini došlo do kretanja ka oporavku ruske privrede, a posebno investicionog tržišta nakon krize 2014-2015. Međutim, treba napomenuti da je razvoj savremenog društva, tehnike i tehnologije nemoguć bez integracije u svetsko tržište. Izolacija, ograničavanje pristupa tehnološkom tržištu, koje je po definiciji globalno, uzrokuje nepopravljivu štetu ruskim kompanijama, uključujući i startup preduzeća. Sa uklanjanjem sankcija Rusiji moguće je nadati se povećanju obima finansiranja u oblasti rizičnih ulaganja, kao i preorijentaciju investitora u inovacijske sektore vezane za medicinu, biotehnologije, ekologiju, industrijske inovacije i "zelenu ekonomiju". Kao posledicu progresivnog razvoja investicionih objekata, moguće je zapaziti i početak procesa izlaska investiranih inovativnih kompanija na berzansko tržište.

CITIRANI RADovi

- Boguslavskij, I. V., & Ugnich, E. A. (2014, Mar-Apr). Razvitie venchurnoj jekosistemy: rol' organizacionnoj kul'tury. *Internet-zhurnal "Naukovedenie"*, 2. Retrieved Dec 13, 2017, from <https://naukovedenie.ru/PDF/75EVN214.pdf>
- Denisov, G. (2015). Innovacionnyj proryv cherez venchurnuju sistemu. *Stroitel'nye materialy, oborudovanie, tehnologii XXI veka*(2), 44-49.
- Dudin, M. N., & Ivashhenko, N. P. (2016). Razvitie institutov "vyrashhivaniya" innovacionnyh proektov v kontekste stanovlenija venchurnoj jekosistemy. *MIR (Modernizacija. Innovacii. Razvitie)*, 7(3), 70-75.
- Gricunova, S., & Kosolapova, A. (2015, Apr). Formirovanie venchurnyh innovacionnyh sistem v Rossii. *Mir nauki*(2), 33. Retrieved from <https://mir-nauki.com/PDF/06KMN215.pdf>
- Keze, K. (2016). *Silicijumska dolina*. Beograd: Laguna.
- Legostayeva, S., Troshina, Y., & Sokolova, N. (2016). Rol' venchurnogo biznesa v stanovlenii innovacionnoj ekonomiki Rossii. *Fundamental'nyye issledovaniya*, 8(2), 346-350. Retrieved from <https://www.fundamental-research.ru/ru/article/view?id=40669> (data obrashcheniya
- Prigoda, L. V. (2017). Gosudarstvennoe regulirovanie venchurnogo finansirovaniya innovacionnoj dejatel'nosti. *Novye tehnologii*(1), 88-92.
- Prigoda, L. V., & Brezhneva, E. S. (2014). Razrabotka organizacionnogo mehanizma finansirovaniya innovacionnyh proektov. *Novye tehnologii*(2), 102-107.
- Prigoda, L. V., & Paladova, T. A. (2013). Kreditovanie malogo innovacionnogo biznesa, kak perspektivnaja forma finansirovaniya innovacionnoj rossijskoj jekonomiki. *Psihologija. Jekonomika. Pravo. Nauchno-obrazovatel'nyj zhurnal*(1), 72-76.
- RAVI. (2017). *9 mesyacev 2017 Obzor Rinka*. Moscow: RAVI. Retrieved from <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-9-2017-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

- RAVI. (2017). *Analiticheskie sborniki RAVI 2004-2017*. Retrieved Feb 09, 2018, from Rossiyskaya asociaciya venčurnogo investirovaniya (RAVI): <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>
- RVC. (2015). Strategija razvitija otrasli venčurnogo investirovaniya v Rossijskoj Federaciji (Otkrytyj proekt dlja obsuzhdenija i dorabotki pri učastii professional'nyh učastnikov rynka venčurnogo investirovaniya). Moskva. Retrieved Dec 11, 2017, from https://www.rvc.ru/upload/iblock/11d/RVC_vc_strat_draft.pdf
- RVC. (2018, Jan 14). *Portfolio Funds*. Retrieved from RVC - Government fund of funds Development institute of the Russian Federation: http://www.rvc.ru/en/investments/innovative_projects/
- Sobranie zakonodatel'stva RF. (2011, Dec 08). Rasporyazhenie pravitel'stva Rossijskoj Federaciji № 2227-r ob utverzhenii strategii innovacionnogo razvitija Rossijskoj Federaciji na period do 2020 goda. Moskva, Russia. Retrieved Dec 14, 2017, from https://www.consultant.ru/document/cons_doc_Law_123444
- Ugnich, E. (2016, Феб). Razvitie sfery vysokih tehnologij: rol' venčurnoj jekosistemy. *Gosudarstvennoe upravlenie. Jelektronnyj vestnik*(54).
- Various authors. (2017). Venture capital market development. *Ecosystem of Innovations*. Sochi: RVC. Retrieved from <http://innovation360.ru/en/materials/>
- Vlada RS. (2015). Zakon o ulaganjima. *Sl. glasnik RS br. 89/2015*. Preuzeto sa <http://www.overa.rs/zakon-o-ulaganjima.html>
- Volodin, S. N., & Volkova, V. S. (2016). Russian venture investment market: current problems and solutions. *E-journal of corporate finance reseach*, 70-89. Retrieved from CyberLeninka: <https://cyberleninka.ru/article/n/rossiyskiy-rynok-venčurnyh-investitsiy-aktualnye-problemy-i-puti-ih-resheniya>
- Vorob'ev, M. M. (2016). Venčurnoe investirovanie v Rossii: pravovye osnovy, sovremennoe sostojanie, perspektivy. *Nauka i obshhestvo*, 24(1), 48.