

На правах рукописи

Горская Евгения Владимировна

**Формирование неформального рынка
венчурного капитала в России**

специальность: 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством
(предпринимательство)

Автореферат диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2008 год

Работа выполнена на кафедре экономики инноваций Экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

Научный руководитель	доктор экономических наук Фридлянов Владимир Николаевич
Официальные оппоненты	доктор экономических наук, профессор Иванов Владимир Викторович кандидат экономических наук Исайкин Сергей Александрович
Ведущая организация	ГОУ ДПО Межотраслевой институт повышения квалификации и переподготовки руководящих кадров и специалистов Российской экономической академии имени Г.В. Плеханова

Защита состоится 19 июня 2008 года в 15 часов на заседании диссертационного совета Д 501.002.02 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, ГСП-1, г. Москва, Ленинские горы, II учебный корпус, экономический факультет, ауд. 428.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке им. А.М. Горького II учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан « _____ » мая 2008 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета
к.э.н., доцент

В.Г. Попова

I. Общая характеристика работы

Актуальность исследования

Одной из приоритетных задач российской экономики является переход от сырьевой направленности к наукоемким технологиям производства с высокой добавленной стоимостью. Решению этой задачи способствует развитие венчурного бизнеса.

Экономическая роль венчурного капитала заключается в обеспечении финансовыми ресурсами инновационных компаний, в повышении качества управления ими благодаря использованию опыта инвестора в управлении, в содействии получению инновационной компанией финансирования из других внешних источников. Кроме того, институт венчурного предпринимательства поддерживает развитие инновационных отраслей, что способствует повышению международной конкурентоспособности страны, создает дополнительные рабочие места и развивает реальный сектор экономики.

Среди важнейших источников финансирования инновационных компаний на начальных этапах их развития особое место занимают денежные средства индивидуальных венчурных инвесторов, представляющие собой неформальный венчурный капитал. Среди негосударственных источников финансирования на таких этапах развития компании, как «создание концепции» и «регистрация компании», капитал индивидуальных венчурных инвесторов занимает третье место по своей значимости после средств инициаторов проекта и источников финансирования «родственники, сослуживцы, друзья, соседи».¹

Фундаментальная экономическая роль неформального венчурного капитала в развитии инновационного бизнеса определяется тем, что он используется в значительных объемах на ранних этапах развития инновационной компании, когда малодоступны другие источники финансирования. Кроме того, индивидуальные венчурные инвесторы формируют необходимый уровень инвестиционной привлекательности инновационных компаний для выхода на институциональных венчурных инвесторов.

Основными факторами, препятствующими развитию инновационных компаний в России, являются неразвитая венчурная инфраструктура и недостаток финансовых ресурсов на начальных этапах развития инновационных компаний. Уровень развития неформального рынка венчурного капитала в России значительно уступает уровню его развития за рубежом. Так объем инвестиций неформального венчурного капитала в 2006 г. в России составил около 300 млн. долл. или немногим более 1% объема инвестиций неформального венчурного капитала США. Это обстоятельство свидетельствует о необходимости обеспечения ускоренного развития неформального рынка венчурного капитала в России, что определяет актуальность диссертационного исследования. Создание условий для активизации развития неформального рынка венчурного капитала позволит ускорить развитие инновационного бизнеса в России.

Вопросы экономической роли, объема, тенденций и проблем развития, характе-

¹ Bygrave W., Reynolds P. Who Finances Startups in the USA? A Comprehensive Study of Informal Investors, 1999-2003, Babson College, 2004

ристик субъектов неформального рынка венчурного капитала исследовали следующие зарубежные экономисты: У. Ветцель, М. Оснабрюгге, Д. Фрир, Д. Сол, В. Бигрейв, Р. Вильтбанк (США), К. Мэсон и Р. Гэррисон (Великобритания), Г. Кландт, Т. Кольман, В. Делиус, Г. Кляйнгюкельскотен (ФРГ), Р. Зоргейм, Г. Лэндстрем (Швеция) и другие. Выводы, полученные зарубежными учеными-экономистами, нуждаются в адаптации к реалиям России.

В отечественной экономической литературе проблемы развития формального рынка венчурного капитала рассмотрены достаточно широко. Теоретические аспекты, зарубежный опыт функционирования субъектов формального рынка венчурного капитала исследовали А.Н. Фоломьев, М. Нойберт, А.М. Балабан, Н.М. Фонштейн, Ю.П. Аммосов и другие. Особенности функционирования российской отрасли институционального венчурного инвестирования, возможности применения зарубежного опыта в российской практике освещены в работах П.Г. Гулькина, А.И. Каширина, А.С. Семенова и других. Что касается функционирования неформального рынка венчурного капитала в России, то отдельные теоретические аспекты и практические вопросы исследованы в работах М. Бунчука, А.И. Каширина, А.С. Семенова.

Однако проблемы становления, развития и трансформации неформального рынка венчурного капитала применительно к России освещены в отечественной экономической литературе недостаточно глубоко. В существующих работах отсутствует единый теоретический и терминологический подход, но на их базе возможно проведение более глубоких исследований концептуального характера. Наименее изученными являются следующие вопросы: определение понятия субъектов неформального рынка венчурного капитала, специфика экономических характеристик индивидуальных венчурных инвесторов по сравнению с экономическими характеристиками формальных венчурных инвесторов, особенности российских индивидуальных венчурных инвесторов по сравнению с зарубежными индивидуальными венчурными инвесторами, тенденция институционализации неформального рынка венчурного капитала, меры по развитию инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала в России. Этим обусловлены выбор темы, направление и проблематика диссертационного исследования.

Цели и задачи исследования

Цель работы – разработка механизмов функционирования неформального рынка венчурного капитала России.

Для достижения указанной цели исследования были поставлены следующие задачи:

- уточнить определение понятия «индивидуальный венчурный инвестор»;
- сформулировать особенности экономических характеристик субъектов неформального рынка венчурного капитала по сравнению с экономическими характеристиками субъектов формального рынка венчурного капитала;
- выявить особенности инвестиционной деятельности российских индивидуаль-

ных венчурных инвесторов по сравнению с инвестиционной деятельностью зарубежных индивидуальных венчурных инвесторов («бизнес-ангелов»);

-обобщить зарубежный опыт функционирования инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала и на этой основе разработать научно обоснованные рекомендации по развитию инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала России, которые позволят сформировать эффективно действующий неформальный рынок венчурного капитала в России;

-обосновать систему мер государственного стимулирования развития инфраструктуры и поддержки субъектов неформального рынка венчурного капитала в России.

Объект и предмет исследования

Объектом исследования является неформальный рынок венчурного капитала как часть венчурной индустрии, на котором оперируют индивидуальные венчурные инвесторы во взаимодействии с инновационными компаниями.

Предметом исследования является совокупность организационно-экономических отношений, возникающих в процессе индивидуального венчурного инвестирования в компании инновационного бизнеса.

Теоретическая основа и методологическая база исследования

Теоретической и методологической основой исследования являются труды зарубежных и отечественных экономистов по развитию предпринимательства, управлению инновационными процессами, теории венчурного инвестирования.

Нормативно-правовую базу исследования составляют нормативные документы и законодательные акты Российской Федерации и зарубежных стран.

Информационной базой исследования служат статистические данные Росстата, Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования, Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования, Европейской ассоциации сетей бизнес-ангелов и другие. Кроме того, в диссертации использованы полученные автором результаты анкетирования и интервьюирования российских индивидуальных венчурных инвесторов, которые были проведены в период с августа по октябрь 2007 г.

Для решения поставленных задач применялись следующие основные методы исследования: системный подход, индуктивный и дедуктивный методы, метод сравнения, метод аналогии, метод анализа и синтеза, метод моделирования, метод научного допущения, анкетирование и интервьюирование.

Научная новизна

В ходе диссертационного исследования были получены следующие результаты, содержащие научную новизну:

1. Определено понятие «индивидуального венчурного инвестора» как физического лица, предоставляющего из личных средств средне- и долгосрочные долевые ин-

вестиции инновационным компаниям, находящимся на следующих этапах своего развития: на этапе создания концепции, регистрации компании и выхода на рынок;

2. Раскрыта сущность индивидуального венчурного инвестирования как особой формы реализации венчурного капитала на неформальной основе. Выявлена специфика экономических характеристик индивидуальных венчурных инвесторов по сравнению с экономическими характеристиками институциональных венчурных инвесторов, а именно: индивидуальными венчурными инвесторами движут как коммерческие, так и некоммерческие мотивы; они предоставляют инвестиции относительно небольшого объема; для них характерны высокая скорость и относительно невысокая стоимость проведения экспертизы проекта, непродолжительные переговоры с инициатором проекта; они обычно оказывают значительную нефинансовую поддержку проинвестированному предприятию;

3. На основе разработанной автором методики проведено исследование неформального рынка венчурного капитала в России, структурированы выявленные отличительные особенности российских индивидуальных венчурных инвесторов, состоящие в следующем: большинство из них (90%) инвестируют средства в высокотехнологичные проекты с высокой добавленной стоимостью; они поддерживают компании на самых ранних этапах их развития; подавляющее большинство из них приобретают в обмен на инвестиции относительно высокую долю в компании (25% и выше); выживаемость проинвестированных ими проектов достаточно высока; средний возраст таких инвесторов составляет 41 год; среди них отсутствуют женщины.

4. Раскрыта тенденция институционализации неформального рынка венчурного капитала, выражающаяся в формировании сетей индивидуальных венчурных инвесторов, которые являются юридическими лицами и выполняют часть ключевых функций в процессе индивидуального венчурного инвестирования. Данная тенденция является следствием консолидации неформального рынка венчурного капитала и отражением тенденции глобализации всего делового мира.

5. Разработаны научно-практические рекомендации по развитию инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала в России и предложены меры по государственной поддержке этого процесса: создание новых региональных сетей индивидуальных венчурных инвесторов при помощи их частичного финансирования из бюджетов регионов и расширение спектра оказываемых ими услуг; развитие двухуровневой системы инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала, включающей в себя региональные сети индивидуальных венчурных инвесторов и Общероссийскую ассоциацию сетей индивидуальных венчурных инвесторов, объединяющую региональные сети.

Практическая значимость диссертационного исследования

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что результаты исследования могут быть использованы федеральными, региональными и муниципальными органами законодательной власти в законотворческой деятельности по

созданию в России условий, необходимых для быстрого развития и эффективного функционирования неформального рынка венчурного капитала. Результаты исследования могут быть также применены менеджерами сетей индивидуальных венчурных инвесторов, индивидуальными венчурными инвесторами и инициаторами инновационных проектов России в их практической деятельности.

Теоретические аспекты работы могут быть использованы в учебном процессе в рамках учебных курсов «Экономика инноваций», «Венчурный бизнес».

Внедрение результатов

Материалы данного диссертационного исследования были использованы в итоговом научном отчете о научно-исследовательской работе по государственному контракту с Министерством образования и науки Российской Федерации за 2006 год по теме «Исследование инновационного потенциала Тульской области с целью создания и развития центров трансфера технологий».

Основные положения и результаты диссертационного исследования были доложены, обсуждены и получили положительную оценку на Научной сессии МИФИ-2008 24.01.2008; на конференции «Инвестиционный потенциал рынка высоких технологий в России» 16.11.2007; на конференции «Инновации РАН - 2007» 8.11.2007; на международной конференции «Инновационное управление бизнесом в России: административный, экономический и правовой аспекты» 25.10.2007; на V-ой Ярмарке бизнес-ангелов и инноваторов «Российским инновациям – российский капитал» 24-25.04.2007.

По теме диссертации опубликовано 8 печатных работ общим объемом 9,8 п.л., из них лично автору принадлежит 1,5 п.л., в том числе одна статья опубликована в издании, рекомендованном ВАК РФ.

Структура и объем диссертации

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений, изложена на 186 страницах машинописного текста, содержит 21 рисунок, 22 таблицы, 3 приложения объемом 27 страниц и имеет следующую структуру:

Введение

Глава 1. Теоретические основы и значение для России индивидуального венчурного инвестирования

1.1. Индивидуальное венчурное инвестирование как особая форма реализации венчурного капитала

1.2. Малый инновационный бизнес как объект инвестирования индивидуальных венчурных инвесторов в России: состояние и структура финансирования

1.3. Предпосылки для развития, объем неформального рынка венчурного капитала в России. Научная гипотеза, постановка проблемы

Глава 2. Особенности индивидуальных венчурных инвесторов за рубежом и в России

- 2.1. Особенности индивидуальных венчурных инвесторов за рубежом
- 2.2. Исследование особенностей российских индивидуальных венчурных инвесторов

Глава 3. Развитие инфраструктуры и меры по государственной поддержке неформального рынка венчурного капитала за рубежом и в России

3.1. Особенности инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала, государственные меры по его поддержке за рубежом

3.2. Развитие инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала на примере ФРГ

3.3. Состояние инфраструктуры и рекомендации по развитию неформального рынка венчурного капитала в России

Заключение

Список литературы

Приложения

II. Основное содержание диссертации

Индивидуальный венчурный инвестор как субъект неформального рынка венчурного капитала.

Одной из наиболее эффективных форм финансирования инновационных компаний является вложение средств венчурными инвесторами.

Венчурное инвестирование – это предоставление средне- и долгосрочных долевыми инвестициями инновационным компаниям, имеющим значительный потенциал роста и находящимся на следующих этапах своего развития: на этапе создания концепции, регистрации компании и выхода на рынок (этапы развития инновационной компании в соответствии с классификацией Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования). Цель инвестора - содействовать повышению капитализации компании и получить прибыль от продажи своей доли в ней.

В соответствии с классификацией Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования на этапе создания концепции нового бизнеса компания получает достартовое финансирование; на этапе регистрации компании, пока она еще не начала коммерческую реализацию своей продукции, компания получает стартовое финансирование; на этапе выхода на рынок с целью достижения точки безубыточности или прибыльности компания получает финансирование для расширения бизнеса.

Венчурному инвестированию присущи высокий риск, потенциально высокая доходность и участие инвестора в управлении проинвестированной им компанией.

По форме участия в рынке венчурного капитала выделяют формальный (институциональный) и неформальный (неинституциональный) венчурный капитал.

Под формальным венчурным капиталом в зарубежной экономической литературе понимают инвестиции юридических лиц в инновационные компании. Субъектами формального рынка венчурного капитала являются венчурные фонды, венчурные инве-

стиционные компании и корпоративный венчурный капитал.

В зарубежной экономической науке и практике основными субъектами неформального рынка венчурного капитала выступают «бизнес-ангелы». Однако этот термин носит эмоциональный оттенок и не раскрывает сущность определяемого явления, не несет в себе качественных экономических характеристик. В этой связи предлагается использовать в экономическом обороте понятие «индивидуальный венчурный инвестор» вместо англоязычного понятия «бизнес-ангел».

Индивидуальный венчурный инвестор – это физическое лицо, предоставляющее из личных средств средне- и долгосрочные долевые инвестиции инновационным компаниям, имеющим значительный потенциал роста и находящимся на следующих этапах своего развития: на этапе создания концепции, регистрации компании и выхода на рынок (этапы развития инновационной компании в соответствии с классификацией Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования). Цель инвестора - содействовать повышению капитализации компании и получить прибыль от продажи своей доли в ней.

Это определение приемлемо не только с экономической, но и с правовой точки зрения.

Совокупность индивидуальных венчурных инвесторов формирует неформальный рынок венчурного капитала.

Неформальный рынок венчурного капитала - это особая форма реализации венчурного капитала посредством предоставления капитала индивидуальными венчурными инвесторами инновационным компаниям, имеющим значительный потенциал роста.

Сравнительная характеристика субъектов рынка венчурного капитала.

Специфика экономических характеристик индивидуальных венчурных инвесторов по сравнению с экономическими характеристиками институциональных венчурных инвесторов проявляется в следующем:

-индивидуальный венчурный инвестор является физическим лицом, а институциональный венчурный инвестор – юридическим лицом;

-индивидуальный венчурный инвестор инвестирует личные средства, а институциональный венчурный инвестор - средства других физических и юридических лиц (венчурный фонд) либо средства юридического лица (венчурные инвестиционные компании, корпоративный венчурный капитал);

-индивидуальный венчурный инвестор предоставляет инвестиции инновационным компаниям, находящимся преимущественно на этапах создания концепции и регистрации компании, а институциональный венчурный инвестор – на этапе выхода на рынок (этапы развития инновационной компании в соответствии с классификацией Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования);

-индивидуальным венчурным инвестором движут коммерческие и некоммерческие мотивы, а институциональным венчурным инвестором – исключительно коммерческие мотивы;

-индивидуальный венчурный инвестор предпочитает высокотехнологичные проекты, в то время как институциональный венчурный инвестор в Европейском Союзе – быстрорастущие компании вне зависимости от их принадлежности к высокотехнологичным отраслям. Так в 2006 г. лишь 19% объема прямых и венчурных инвестиций из институциональных источников Европейского Союза было направлено в высокотехнологичные отрасли;²

-индивидуальный венчурный инвестор предоставляет инвестиции относительно небольшого объема (в зависимости от страны средний объем инвестиций может колебаться от 30.000 до 500.000 долл.), а институциональный венчурный инвестор предоставляет инвестиции более значительного объема (средний объем инвестиций составляет от 2,2 до 8,9 млн. долл.);

-три четверти зарубежных индивидуальных венчурных инвесторов приобретают доли в компании в размере до 25%, а институциональный венчурный инвестор – 25% и выше;

-для индивидуального венчурного инвестора характерны высокая скорость, невысокая стоимость проведения экспертизы проекта, непродолжительные переговоры с инициатором проекта, а для институционального венчурного инвестора - длительный процесс и высокая стоимость проведения экспертизы проекта, продолжительные переговоры с инициатором проекта;

-индивидуальный венчурный инвестор обычно оказывает более значительную нефинансовую поддержку проинвестированной компании, чем институциональный венчурный инвестор, у которого в последние годы наблюдается снижение уровня нефинансового участия в развитии профинансированной компании.

Существуют достаточно надежные оценки объема формального рынка венчурного капитала. Так объем инвестиций формального венчурного капитала в 2006 г. составил в США 25.922 млн. долл.,³ а в Европейском Союзе – 17.254 млн. евро.⁴

Развитие рынка венчурного капитала, как и развитие фондового рынка, носит циклический характер. Объем инвестиций как формального, так и неформального венчурного капитала колеблется. Так, за последние 10 лет максимальный объем инвестированного формального венчурного капитала в мире был зафиксирован в 2000 г., затем наблюдался спад, а в 2004 г. начался рост, который продолжается и в настоящее время.

² BVK Special Private Equity in Europa 2006, 31 с., с. 6.

³ BVK Special Venture Capital in den USA 2006, 17 с., с. 14.

⁴ BVK Special Private Equity in Europa 2006, 31 с., с. 22.

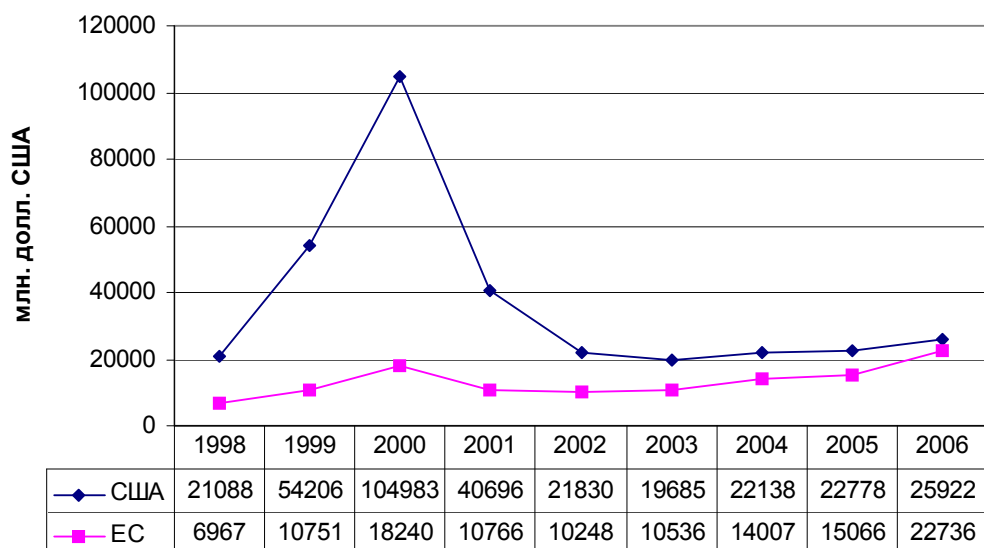


Рис. 1. Объем инвестиций формального венчурного капитала в экономике США и Европейского Союза в период с 1998 по 2006 г.г.⁵

Инвестиции индивидуальных венчурных инвесторов вследствие их неформальной природы не могут быть отслежены статистическими органами в отличие от инвестиций формального венчурного капитала, поэтому надежные статистические данные об объемах неформального рынка венчурного капитала отсутствуют. Сделки, осуществленные через сети индивидуальных венчурных инвесторов, могут быть прослежены, но такие сети начали появляться относительно недавно, поэтому в будущем, по мере развития сетей, можно будет получать более надежную информацию.

По данным Д. Сола, в США в 2006 г. число индивидуальных венчурных инвесторов составило 234.000 человек, они инвестировали 25,6 млрд. долл. в 51.000 проектов. Отношение объема инвестированного неформального венчурного капитала к объему инвестированного формального венчурного капитала составило в 2006 г. в США 0,99.⁶

По оценкам К. Мэсона и Р. Гэррисона, в Великобритании в 2000 г. насчитывалось 20.000-40.000 индивидуальных венчурных инвесторов, которые инвестировали 0,8-1,6 млрд. евро в 3.000-6.000 компаний.⁷ Объем инвестиций неформального венчурного капитала в 2004 г. составил по оценкам экономистов 1,2-2,3 млрд. евро.⁸ Отношение объема инвестированного неформального венчурного капитала к объему инвестированного формального венчурного капитала составило в 2004 г. в Великобритании

⁵ Составлено по данным BVK Special Venture Capital in den USA 2006, 17 с., с. 14; BVK Special Private Equity in Europa 2006, 31 с., с. 22

⁶ Sohl J. The Angel investor market in 2006: the angel market continues steady growth. Center for Venture Research, 3 с., с. 1.

⁷ Mason C.M., Harrison R.T. The Size of Informal Venture Capital Market in United Kingdom. Small Business Economics, 2000, vol. 15, с. 137-148.

⁸ Finanzierung durch Business Angels in Deutschland – ein Marktueberblick. Wirtschaftsobserver Online, Nr. 17, 11/2006, 11 с., с. 5.

0,3-0,6.⁹

По оценкам аналитиков, сделанным в 2000 г., объем инвестиций неформального венчурного капитала ФРГ был равен примерно половине всех инвестиций формального венчурного капитала,¹⁰ исходя из этого объем инвестиций немецкого неформального венчурного капитала в 2004 г. можно оценить в размере 482,69 млн. евро,¹¹ а в 2006 г. – в размере 469,9 млн. евро.¹²

По оценкам Европейской ассоциации сетей бизнес-ангелов, в Европейском Союзе оперируют около 50.000 индивидуальных венчурных инвесторов, ежегодный объем их инвестиций составляет около 3 млрд. евро.¹³ При применении к ЕС сложившегося в ФРГ коэффициента отношения объема инвестиций неформального венчурного капитала к объему инвестиций формального венчурного капитала, равного 0,5, расчетный объем инвестиций неформального венчурного капитала в ЕС в 2006 г. составил 8,627 млрд. евро.

Развитие малого инновационного бизнеса – важный фактор повышения международной конкурентоспособности страны. Количество малых предприятий в России растет незначительными темпами, а число малых предприятий в отрасли «Наука и научное обслуживание» сокращается как в абсолютном, так и в относительном выражении. Критически важное значение для развития малого инновационного бизнеса России имеет доступ малых инновационных компаний к внешнему достартовому и стартовому финансированию. В России существуют источники достартового и стартового финансирования инновационных компаний, однако их недостаточно, поэтому неформальный венчурный капитал является особенно востребованным.

В диссертационной работе показано, что в России сложились следующие предпосылки для роста числа индивидуальных венчурных инвесторов:

-повышение экономической стабильности в стране: устойчивый рост валового внутреннего продукта, снижение внешнего долга, повышение инвестиционной привлекательности российской промышленности, что отразилось на повышении инвестиционных рейтингов России;

-рост доходов и увеличение объема банковских вкладов (депозитов) населения, что свидетельствует о повышении инвестиционного потенциала индивидуальных венчурных инвесторов;

-увеличение числа миллионеров в долларовом исчислении. Согласно проведенному исследованию, в 2004 г. в России насчитывалось около 84.000 миллионеров в долларовом исчислении, что на 4.000 человек превышает уровень 2003 г., ежегодный прирост миллионеров составляет несколько тысяч человек.¹⁴

⁹ BVK Special Private Equity in Europa 2004, 29 с., с. 24.

¹⁰ Klandt H., Krafft L. Business Angels: die Bedeutung von informellem Beteiligungskapital fuer die Entwicklung von Internet/E-Commerce-Gruendungen in Deutschland. European Business School, 2000, 55 с., с. 3.

¹¹ BVK Special Private Equity in Europa 2004, 29 с., с. 23.

¹² BVK Special Private Equity in Europa 2006, 31 с., с. 24.

¹³ Statistics compendium. Based on the information provided by Business Angels Networks having responded to the survey conducted in 2007. European Business Angel Network. 11.2007, 18 с., с. 3.

¹⁴ Паперная И. Меньше \$ 500 тысяч не предлагать. Businessweek, № 7, 7.11.2005, с. 51.

Подтверждением роста числа индивидуальных венчурных инвесторов в России служат данные об увеличении числа компаний, проданных «магазинами готового бизнеса»: в 2004 г. через профессиональных брокеров было выставлено на продажу около 5.000 мелких и средних фирм, что почти в два раза превышает уровень предыдущего года.¹⁵

Отсутствие в зарубежной и отечественной экономической литературе единообразного определения этапов развития и финансирования инновационных компаний создает значительные трудности для статистического учета объемов и динамики венчурных инвестиций.

В соответствии с публикациями Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования, «к венчурным стадиям относятся «посевная», начальная или стартовая и ранние стадии согласно адаптированной классификации Европейской ассоциации прямого и венчурного инвестирования». Однако согласно определению понятия «венчурный капитал», используемому Европейской ассоциацией прямого и венчурного инвестирования, к венчурному капиталу относятся следующие этапы финансирования компании: достартовое, стартовое финансирование и финансирование расширения. Поэтому при определении объема инвестиций российского формального венчурного капитала целесообразно рассматривать совокупность объемов финансирования на следующих этапах развития компании (согласно данным Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования): «посевная» стадия, начальная или стартовая стадия, ранние стадии, расширение.

Согласно этим данным, объем инвестированного формального венчурного капитала в России составил в 2006 г. 568,54 млн. долл. или 14.970,28 млн. руб., что соответствует 0,056% объема валового внутреннего продукта в рыночных ценах за 2006 г.¹⁶

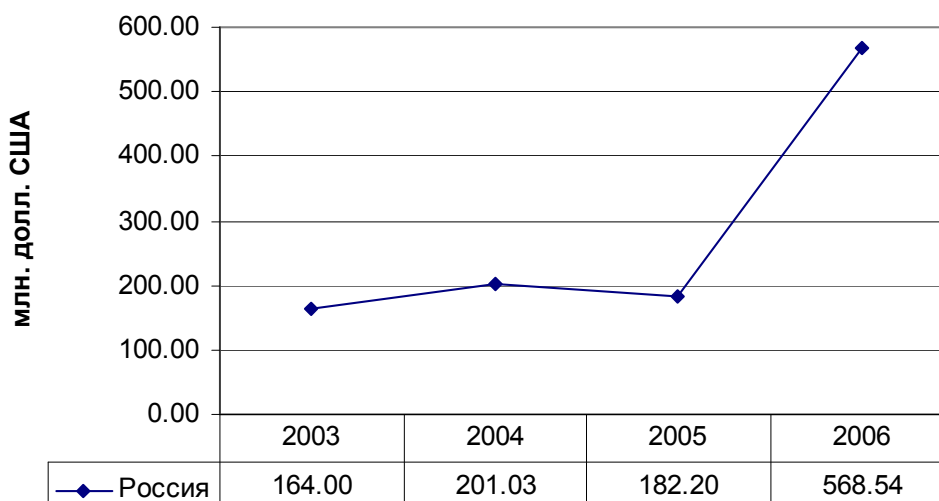


Рис. 2. Объем инвестиций формального венчурного капитала в экономике Рос-

¹⁵ Игуменов В. Кушать продано. Статистика продажи бизнеса: рестораны неактуальны – требуются производственные проекты. FORBES, 10.2005, с. 42.

¹⁶ Интернет-сайт Федеральной службы государственной статистики (Росстата) <http://www.gks.ru/>

сии в период с 2003 по 2006 г.г.¹⁷

Исходя из предположения о том, что в России отношение объема инвестированного неформального венчурного капитала к объему инвестиций формального венчурного капитала примерно соответствует сложившемуся в ФРГ уровню 0,5, расчетный объем инвестиций неформального венчурного капитала в 2006 г. в России составил 284,27 млн. долл. или 7.485,14 млн. руб., что соответствует 0,028% объема валового внутреннего продукта в рыночных ценах за 2006 г. Допустимость примененной экстраполяции основана на том, что инвестиционные сферы России и ФРГ имеют общие черты, выражающиеся в большем значении банковского (долгового) финансирования по сравнению с долевым и в консервативности инвесторов.

Исходя из объема инвестиций неформального венчурного капитала в России и допущения, что в среднем объем одного инвестиционного вложения индивидуального венчурного инвестора составляет 50.000 долл. и индивидуальный венчурный инвестор осуществляет инвестиции один раз в год, можно рассчитать, что число индивидуальных венчурных инвесторов в России в 2006 г. составляло около 5.700 человек.

Отличительные особенности российских индивидуальных венчурных инвесторов.

Для систематизации и уточнения особенностей российских индивидуальных венчурных инвесторов проведено исследование в соответствии с разработанной автором методикой. На этой эмпирической базе выявлены тенденции развития неформального рынка венчурного капитала в России за годы рыночных реформ.

На основе анкетирования и интервьюирования российских индивидуальных венчурных инвесторов, сбора и статистической обработки полученных данных, контент-анализа открытых вопросов анкет и интервью выявлены предпочтения российских индивидуальных венчурных инвесторов в сфере инновационного бизнеса, преобладающие мотивы в их инвестиционной деятельности. Полученные результаты были сопоставлены с данными других оценок состояния неформального рынка венчурного капитала России, с данными исследований неформального рынка венчурного капитала в различных странах мира.

После обработки данных обследования сформулированы следующие отличительные особенности российских индивидуальных венчурных инвесторов по сравнению с зарубежными:

-для российских индивидуальных венчурных инвесторов наиболее важными источниками информации о проектах являются самостоятельные поиски и обращение к ним инициаторов проектов, в отличие от индивидуальных венчурных инвесторов за

¹⁷ Составлено по данным Аналитического сборника «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России 2003-2004». СПб.: Феникс», 2005, 64 с., с. 41; Аналитического сборника «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России за 2006 год». Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ), 2007, 108 с., с. 82

рубежом, для которых наиболее важными источниками информации об объектах для инвестирования являются партнеры по бизнесу, сети индивидуальных венчурных инвесторов и личный круг общения в рамках организованного инвестиционного сообщества. Роль сетей индивидуальных венчурных инвесторов в России значительно ниже, чем за рубежом;

-большинство российских индивидуальных венчурных инвесторов (90%) инвестируют средства в высокотехнологичные проекты с высокой добавленной стоимостью. Доля российских индивидуальных венчурных инвесторов, поддерживающих высокотехнологичные проекты, выше, чем за рубежом, где более четверти индивидуальных венчурных инвесторов предпочитают инвестировать в быстрорастущие компании вне зависимости от их принадлежности к высокотехнологичным отраслям;

-в отличие от зарубежных российские индивидуальные венчурные инвесторы более склонны к поддержке компаний на самых ранних этапах их развития: все 100% опрошенных предоставляют компаниям достартовое и стартовое финансирование, в то время как за рубежом такое финансирование предоставляют в среднем 56% индивидуальных венчурных инвесторов, а остальные индивидуальные венчурные инвесторы инвестируют в компании, находящиеся на более поздних этапах развития;

-российские индивидуальные венчурные инвесторы приобретают в обмен на инвестиции более высокую долю в компании, чем зарубежные. Приобретаемая большинством российских индивидуальных венчурных инвесторов (90%) доля в компании составляет 25% и выше, в отличие от зарубежных индивидуальных венчурных инвесторов, большинство которых (72%) приобретают в обмен на инвестиции долю в компании в размере менее 25%;

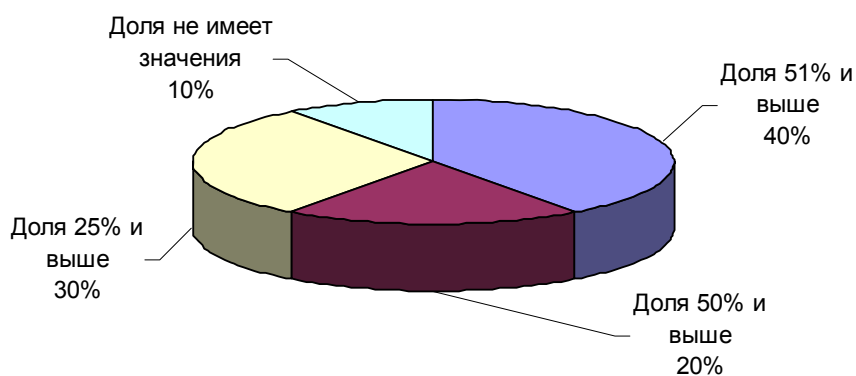


Рис. 3. Предпочтения российских индивидуальных венчурных инвесторов по размеру приобретаемой доли в компании

-выживаемость проектов, проинвестированных российскими индивидуальными венчурными инвесторами, выше, чем у зарубежных индивидуальных венчурных инвесторов. Полная потеря вложений российских индивидуальных венчурных инвесторов не превышает 20% всех случаев инвестирования, а у зарубежных может достигать от 25% до 54%;

-среди российских индивидуальных венчурных инвесторов отсутствуют женщины. Ни в отечественной экономической литературе, ни в процессе проведения анкетирования не удалось выявить ни одного российского индивидуального венчурного инвестора-женщину, в то время как в некоторых странах Европейского Союза число индивидуальных венчурных инвесторов-женщин достигает 20%;¹⁸

-российские индивидуальные венчурные инвесторы значительно моложе зарубежных индивидуальных венчурных инвесторов, их средний возраст составляет 41 год, в то время как за рубежом средний возраст индивидуальных венчурных инвесторов составляет 49 лет.

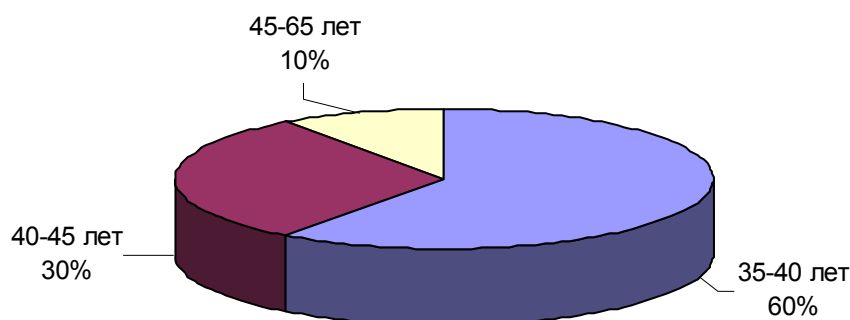


Рис. 4. Возрастной состав российских индивидуальных венчурных инвесторов

Приведенные выше различия в характеристиках российских индивидуальных венчурных инвесторов по сравнению с зарубежной практикой объясняются меньшей степенью зрелости неформального рынка венчурного капитала, более низким уровнем конкуренции среди источников неформального венчурного капитала в России по сравнению с другими странами мира, а также особенностями законодательного поля в России.

Трансформация современного неформального рынка венчурного капитала и ее последствия.

Трансформация современного неформального рынка венчурного капитала вызвана необходимостью преодоления следующих негативных характеристик этого рынка: непрозрачности, информационного несоответствия между инициаторами проектов и инвесторами, высокой стоимости информации, запутанности схем структурирования инвестиционных сделок. Основным направлением трансформации неформального рынка венчурного капитала является формирование организованных инвестиционных сообществ индивидуальных венчурных инвесторов в форме сетей и их стремительная институционализация. Под институционализацией понимается расширение участия юридических лиц в организации инвестиционного процесса в среде индивидуальных

¹⁸ Avdeitchikova S. Typologies of informal venture capital investors in Sweden. School of Economics and Management, Lund University, 2004, 35 с.

инвесторов на финансовых рынках. В мировой практике все чаще выполнение части ключевых функций в процессе индивидуального венчурного инвестирования передается на аутсорсинг сетям индивидуальных венчурных инвесторов, которые являются юридическими лицами.

Сети индивидуальных венчурных инвесторов являются формализованными инфраструктурными образованиями неформального рынка венчурного капитала. Основная цель деятельности сетей заключается в установлении контактов между инициаторами проектов и индивидуальными венчурными инвесторами, в преодолении асимметрии информации на этапе, предшествующем осуществлению инвестиций, что обеспечивает снижение рисков индивидуального венчурного инвестирования и повышение эффективности функционирования неформального рынка венчурного капитала.

За последние годы в Европейском Союзе, США, Канаде и в других странах мира произошло активное развитие сетей индивидуальных венчурных инвесторов. Так, в Европейском Союзе в период с 1999 г. по 2007 г. количество сетей индивидуальных венчурных инвесторов увеличилось в 3,5 раза и составило 234 по данным на середину 2007 г.¹⁹ Число объединений индивидуальных венчурных инвесторов в США и Канаде достигло в 2006 г. 265, увеличившись на 67% по сравнению с 1999 г.²⁰ В Японии насчитывается 15 форумов индивидуальных венчурных инвесторов,²¹ в Австралии – 15 сетей индивидуальных венчурных инвесторов.²²

Проведенный в диссертации анализ мировой практики сетевой организации индивидуальных венчурных инвесторов свидетельствует о том, что существуют две модели организации инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала: одноуровневая и двухуровневая. В большинстве стран мира сложилась двухуровневая система инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала: региональные сети индивидуальных венчурных инвесторов и общенациональная ассоциация сетей индивидуальных венчурных инвесторов, объединяющая региональные сети. Такая форма организации инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала представляется оптимальной, так как содействует росту конкуренции между сетями и препятствует монополизации отрасли.

Тенденция углубления институционализации неформального рынка венчурного капитала подтверждается учащающимися фактами применения различных формальных моделей финансирования сетей индивидуальных венчурных инвесторов: государственное финансирование; финансирование некоммерческой организации, работающей на самоокупаемости; коммерческие принципы; комбинация различных вышеизложенных вариантов.

Сети индивидуальных венчурных инвесторов в Европейском Союзе в значительной степени получают федеральное и региональное государственное финансирова-

¹⁹ Statistics compendium. Based on the information provided by Business Angels Networks having responded to the survey conducted in 2007. European Business Angel Network, 11.2007, 18 с., с. 3.

²⁰ Angel Group Confidence Survey Results, 27.03.2007 <http://angelcapitalassociation.org>

²¹ Интернет-сайт Форума бизнес-ангелов Японии <http://www.angels.ne.jp/en/>

²² Интернет-сайт компании «Каслон Аналитика» <http://www.caslon.com.au>

ние. Так финансирование из федерального бюджета получают 18% сетей; финансирование из регионального бюджета - 35% сетей; финансирование из средств Европейского Союза - 22% сетей. Членские взносы с индивидуальных венчурных инвесторов взимают 56% сетей; членские взносы с инициаторов проектов - 34% сетей; дополнительное финансирование от спонсоров получают 46% сетей; доходы от проведения мероприятий, комиссионное вознаграждение - 32% сетей.²³

Основной вид услуг сети - предоставление индивидуальным венчурным инвесторам информации о проектах для инвестирования при помощи компьютерных баз данных, интернет-сайта сети, информационных брошюр, во время презентации проектов на встречах инвесторов.

Одним из лидеров среди стран Европейского Союза по уровню развития инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала и его институционализации является ФРГ. Здесь сложилась двухуровневая система инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала: региональные сети индивидуальных венчурных инвесторов и Общегерманская ассоциация сетей бизнес-ангелов. По данным на сентябрь 2003 г., 50% немецких сетей индивидуальных венчурных инвесторов были зарегистрированы в форме юридических лиц.²⁴

Проведенный в диссертации анализ показал, что наиболее эффективно функционирующей сетью индивидуальных венчурных инвесторов в ФРГ по количеству заключенных инвестиционных сделок и объему привлеченного финансирования является Общество с ограниченной ответственностью «Сеть Северной Баварии». Бюджет этой организации на 30% складывается из средств субъекта федерации, а на 70% - из спонсорских взносов. Решающим фактором, обеспечившим лидерство Сети Северной Баварии в ФРГ, является проведение сетью регионального соревнования бизнес-планов.

Процесс институционализации неформального рынка венчурного капитала характерен и для России. В нашей стране в настоящий момент действуют следующие сети индивидуальных венчурных инвесторов: Некоммерческое партнерство Национальное содружество бизнес-ангелов, Некоммерческое партнерство Национальная сеть бизнес-ангелов «Частный капитал», Общество с ограниченной ответственностью «Бюро венчурных инвестиций» (г. Москва), Некоммерческое партнерство Ассоциация бизнес-ангелов «Стартовые инвестиции» (г. Нижний Новгород), Сеть рискованного финансирования «Бизнес-ангелы» Томского центра содействия инновациям (г. Томск), Некоммерческое партнерство Дальневосточная сеть бизнес-ангелов «Лаборатория инвестиций» (г. Владивосток). Все вышеназванные сети являются юридическими лицами.

Проведенный в диссертационной работе анализ показал, что сети индивидуальных венчурных инвесторов в России должны взять на себя исполнение следующих функций: привлечение индивидуальных и институциональных венчурных инвесторов и инициаторов проектов, предварительный отбор проектов, составление резюме бизнес-

²³ Statistics compendium. Based on the information provided by Business Angels Networks having responded to the survey conducted in 2007. European Business Angel Network, 11.2007, 18 с., с. 4.

²⁴ По данным Общегерманской ассоциации сетей бизнес-ангелов

планов, установление контактов между венчурными инвесторами и инициаторами проектов. А также оказание правовой и методической поддержки венчурным инвесторам и инициаторам проектов, содействие в формировании синдикатов индивидуальных венчурных инвесторов для осуществления совместных инвестиций, организацию обмена опытом среди участников сетей, поддержку связи с российскими и зарубежными сетями индивидуальных венчурных инвесторов.

Важными направлениями деятельности российских сетей индивидуальных венчурных инвесторов должны стать следующие: организация обучения инвесторов и инициаторов проектов по проблемам инвестиционного процесса, оказание консалтинговых услуг (разработка бизнес-планов, проведение маркетинговых исследований, проведение углубленной экспертизы проектов), содействие в комплектовании реализующего инновационный проект коллектива, проведение соревнований бизнес-планов, организация презентаций наиболее интересных проектов в средствах массовой информации.

Исследование зарубежного опыта продемонстрировало важность соответствия предложений и услуг российских сетей индивидуальных венчурных инвесторов ожиданиям их целевых групп: индивидуальных венчурных инвесторов и инициаторов инновационных проектов, для чего сетям необходимо постоянно поддерживать обратную связь и совершенствовать качество своей работы.

Проблемы формирования в России эффективно действующего неформального рынка венчурного капитала и пути их разрешения.

На основе научного анализа публикаций в отечественной экономической литературе и результатов авторского обследования российских индивидуальных венчурных инвесторов были выявлены следующие основные препятствия на пути развития неформального рынка венчурного капитала в России:

-недостаточный уровень развития инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала: малое количество сетей и других объединений индивидуальных венчурных инвесторов; отсутствие общероссийской ассоциации сетей индивидуальных венчурных инвесторов, объединяющей региональные сети;

-низкий спрос на российские инновационные разработки со стороны российских компаний. Российские промышленные предприятия решают вопросы своего технического перевооружения путем заимствования зарубежных технических решений;

-острый недостаток проектов, пригодных для коммерческого освоения. Множество разработок представляют из себя интеллектуальное сырье, они не доведены до уровня патентов и лицензий и продаются за бесценок. Российское законодательство не мотивирует разработчиков инновационных технологий к их коммерциализации. Государственные научно-исследовательские институты и высшие учебные заведения не имеют права получать доход от продажи лицензий, а также становиться соучредителями малых инновационных компаний;

-традиционные секторы экономики (сырьевой, потребительский, финансовый,

недвижимости) являются наиболее инвестиционно привлекательными, так как обеспечивают высокую доходность при относительно низких рисках. Это обуславливает выбор инвесторов не в пользу инновационных проектов;

- императивный характер правового регулирования инвестиционной деятельности посредством законов об акционерных обществах и об обществах с ограниченной ответственностью, недостаточная детализация законодательных положений о партнерствах и товариществах;

- отсутствие традиций, культуры ведения бизнеса в интересах владельцев компании. Во многих компаниях права миноритарных акционеров нарушаются;

- отсутствие системы налоговых льгот для инвесторов, осуществляющих финансирование малых инновационных компаний;

- низкий уровень предпринимательской культуры инициаторов инновационных проектов, что не позволяет им эффективно представлять инвестиционные проекты потенциальным инвесторам и ведет к завышению стоимости интеллектуальной стоимости, к нежеланию уступать управленческие позиции в создаваемой инновационной компании, к невозможности разрешения споров в правовом поле в случае возникновения конфликта из-за отсутствия надлежащего документального оформления достигнутых договоренностей;

- недостаток специалистов в области инновационного бизнеса. Отсутствие квалифицированных менеджеров, которым можно передать управление компанией. Высшая школа практически не готовит технологических менеджеров;

- недостаточное предложение квалифицированного консалтинга в инновационной сфере, в котором нуждаются как инициаторы проектов, так и инвесторы;

- отсутствие традиций, опыта индивидуального венчурного инвестирования у инвесторов;

- недостаток информации об успешных проектах, реализованных индивидуальными венчурными инвесторами.

Проведенный в диссертационной работе анализ опыта функционирования зарубежной инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала, а также уровня развития российской инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала позволил разработать следующие научно-практические рекомендации по развитию такой инфраструктуры в России и предложить мероприятия по государственной поддержке этого процесса:

- создание новых региональных сетей индивидуальных венчурных инвесторов при помощи их частичного финансирования из бюджетов регионов. При этом бюджет региональной сети индивидуальных венчурных инвесторов целесообразно формировать из двух частей: 30% - средства регионального бюджета и 70% - спонсорские взносы;

- расширение спектра услуг, оказываемых российскими региональными сетями индивидуальных венчурных инвесторов;

- в основу инфраструктуры российского неформального рынка венчурного капи-

тала следует положить двухуровневую систему: региональные сети индивидуальных венчурных инвесторов и Общероссийскую ассоциацию сетей индивидуальных венчурных инвесторов. Такая форма организации инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала является оптимальным вариантом для России, так как она будет содействовать росту конкуренции между региональными сетями и препятствовать монополизации отрасли. Необходимо создать Общероссийскую ассоциацию сетей индивидуальных венчурных инвесторов, объединяющую региональные сети; при этом государству в лице одного из федеральных министерств следует в первые годы функционирования частично взять на себя ее финансирование;

-в сферу деятельности Общероссийской ассоциации сетей индивидуальных венчурных инвесторов рекомендуется включить проведение следующих мероприятий:

- ежегодное проведение Общероссийского конгресса индивидуальных венчурных инвесторов;
- подготовку и обеспечение доступа к подборке документов по правовой и налоговой оптимизации инвестиционных сделок;
- поддержку сотрудников российских сетей индивидуальных венчурных инвесторов путем их консультирования, организации на постоянной основе их встреч для обмена опытом, подготовки подборки документов по созданию новой сети индивидуальных венчурных инвесторов;
- проведение регулярного, например, ежеквартального опроса российских индивидуальных венчурных инвесторов для оценки и систематического мониторинга состояния российского рынка индивидуальных венчурных инвестиций, проведение исследований российского неформального рынка венчурного капитала;
- активную информационную деятельность, включающую ежеквартальный выпуск интернет-журнала о развитии неформального рынка венчурного капитала в России, выпуск тематической колонки в одном из журналов, например, в журнале «Эксперт», популяризацию деятельности индивидуальных венчурных инвесторов, распространение информации об их «историях успеха».

В сферу деятельности ассоциации также должна войти защита интересов сетей индивидуальных венчурных инвесторов в органах власти – проведение лоббистской работы.

На основе анализа зарубежного опыта государственной поддержки развития неформального рынка венчурного капитала и факторов, сдерживающих развитие этого рынка в России, в диссертации разработаны следующие научно-практические рекомендации по государственной поддержке развития российского неформального рынка венчурного капитала:

-активное развитие государственной научно-технической и промышленной политики, направленной на ускорение инновационных процессов в экономике;

-снятие ограничений для государственных научно-исследовательских институтов и высших учебных заведений по получению дохода от продажи лицензий, а также по вхождению в капитал малых инновационных компаний;

-раскрытие отдельных положений части 4 Гражданского кодекса РФ (статьи 1546-1551) для обеспечения их применения на практике при создании технологии за счет или с привлечением средств федерального бюджета, конкретизация механизма совместного владения правами на технологию несколькими лицами;

-законодательное установление порядка применения инвестиционного налогового кредита, предусмотренного статьями 66-68 Налогового кодекса РФ, который позволит применять эту льготу на практике;

-определение правового положения малых инновационных компаний: установление для них особой процедуры выхода участников из общества с ограниченной ответственностью и разработка мероприятий по защите прав миноритарных акционеров в акционерном обществе.

Основные публикации по теме диссертации

1. Горская Е.В. Оценка рыночной привлекательности инновационных технологий – действенный метод снижения рисков в процессе индивидуального венчурного инвестирования. – «The AngelInvestor», 2/2008, с. 42-44. – 0.3 п.л.

2. Горская Е.В. Бюро венчурных инвестиций. Коммерциализация инновационных разработок. – «The AngelInvestor», 1/2008, с. 6-7. – 0.2 п.л.

3. Горская Е.В. Неформальный венчурный капитал – важный источник финансирования инновационных компаний в России. В сборнике научных трудов «Научная сессия МИФИ – 2008», том 14. - М.: Московский инженерно-физический институт (государственный университет), типография МИФИ, 2007, 176 с., с. 162-164. – 0.2 п.л.

4. Горская Е.В. Развитие индивидуального венчурного инвестирования в России. Сборник докладов международной конференции «Инновационное управление бизнесом в России: административный, экономический и правовой аспекты» 25.10.2007, 107 с., с. 31. – 0.2 п.л.

5. Бабаскин С.Я., Горская Е.В., Покровский К.К. Маркетинг высоких технологий. – М.: Логос, 2007. – 136 с. – 8.3 п.л. (лично автора – 0.2 п.л.)

6. Горская Е.В., Григорьев А.В., Покровский К.К., Цыганов О.В. Подходы к осуществлению экспертизы проектов для целей венчурных инвестиций. В сборнике научных трудов «Научная сессия МИФИ – 2007», том 14. - М.: Московский инженерно-физический институт (государственный университет), типография МИФИ, 2006, 140 с., с. 51-54. – 0.2 п.л. (лично автора – 0.1 п.л.)

7. Горская Е.В., Коршунов И.А. Бизнес-ангелы – неформальные инвесторы сферы НИОКР. – «Поиск НН», № 54, сентябрь 2004 г. – 0.2 п.л. (лично автора – 0.1 п.л.)

Публикация в изданиях из перечня ведущих рецензируемых научных журналов:

8. Горская Е.В. Развитие неформального рынка венчурного капитала в России. – «Российское предпринимательство», 12/2007, с. 102-107. – 0.2 п.л.