

Оценка современного состояния венчурных инвестиций в России: проблемы и возможные пути совершенствования

Богзыкова А.Ю., консультант, PricewaterhouseCoopers, Москва, Россия

Аннотация. Статья посвящена оценке современного состояния венчурных инвестиций в России. В статье рассматривается сущность венчурного финансирования, а также теоретические аспекты ее формирования, обосновывается авторская позиция о его содержании. Проведен анализ динамики количества сделок и объемов венчурного финансирования в стране за последние годы, в том числе по секторам экономики, дана общая оценка состояния венчурного бизнеса, определены проблемы и предложены меры по развитию и совершенствованию венчурного предпринимательства в России.

Ключевые слова: финансирование, венчурный капитал, инвестиции, инновации, бизнес, государственная поддержка.

Assessment of the current state of venture investments in Russia: the problems and possible ways for improvements

Bogzykova A.Y., consultant, PricewaterhouseCoopers, Moscow, Russia

Annotation. The article is devoted to the assessment of the current state of venture investments in Russia. The article considers the essence of venture financing, as well as the theoretical aspects of its formation, the author's position on its content is justified. The analysis of the dynamics of the volume of transactions and the volume of venture financing in the country over recent years, including by sectors of the economy, provides an overall assessment of the state of venture business, solutions to problems and proposes measures to develop and improve venture business in Russia.

Keywords: financing, venture capital, investments, innovations, business, state support.

Формирование эффективной конкурентной отечественной экономики требует создания новых подходов функционирования национального хозяйства. И в качестве таких подходов большинство стран мира в настоящее время рассматривают инновационные технологии, как необходимую основу обеспечения экономического роста.

Известно, что сейчас в развитых странах от 50 до 90% роста ВВП определяется именно инновационным и технологическим прогрессом. Одной из основополагающих форм организации и управления инновационной деятельностью являются венчурные компании. И как показывает опыт, инфраструктура венчурных компаний – наиболее действенный механизм реализации научно-технических инноваций.

Таким образом, актуальность исследования венчурного капитала, безусловно, имеет не только научное значение, но и будет полезно для решения многих концептуальных и практических проблем, которые стоят перед современной Россией.

Экономические термины «венчурный капитал» и «венчурный бизнес» исходят от английского слова «venture», которое переводится как «рискованное предприятие или начинание», «спекуляция», «сумма, подвергаемая риску».¹

Необходимо сказать, что в отечественной, да и в мировой, практике еще не сложилось четкого определения термина «венчурный капитал».

Европейская ассоциация венчурного инвестирования (с англ. European Venture Capital association – EVCA) предложила следующее определение понятия «венчурный капитал»: «Акционерный капитал, предоставляемый профессиональными фирмами, которые инвестируют с одновременным

¹ Аммосов, Ю.П., Венчурный капитализм: от истоков до современности / Ю.П. Аммосов. – С-Пб: РАВИ, 2004. – 409 с.

управлением в демонстрирующие значительный потенциал роста частные предприятия в их начальном развитии, расширении и трансформациях».²

Экономисты Восточной Европы характеризуют венчурный капитал как «экономический инструмент, используемый для финансирования ввода в действие компании, ее развития, захвата или выкупа инвестором при реструктуризации собственности».³

В современной российской практике понятие «венчурный капитал» характеризуется многозначностью и неточностью толкования. Основной причиной существования многообразия определений в российской экономической системе автор считает то, что венчурный капитал, представляющий собой альтернативный источник финансирования бизнеса, зародился в России достаточно поздно по сравнению с западными рынками — в начале 90-х гг.

Так, В.М. Аньшин и С.А. Филин в своем определении делают акцент на особой рискованности венчурных проектов и возможности быстрого получения высокой нормы дохода⁴, в то время как М. Бунчук трактует венчурный капитал как «долгосрочный, рисковый капитал, инвестируемый в акции новых быстрорастущих компаний с целью получения высокой прибыли после регистрации акций этих компаний на фондовой бирже».⁵ Следует отметить, что В.А. Воронцов и Л.В. Ивина характеризуют венчурный капитал как источник финансирования не только вновь созданных компаний и компаний на ранних этапах развития, но и компаний, находящихся в сложных условиях.⁶

А. Бочкарев дает следующее определение: «Венчурный капитал – это инвестиции, которые вкладываются в акции венчурных предприятий, еще не

² Васильев, С. Кто не рискует, тот отстает / С. Васильев // Российская Федерация сегодня. – 2008. – №22. – с. 3

³ Jeff Grabow. Yes, Virginia, There Is Less Venture Capital (and that is Not Bad). – N.Y.: Huff Post Business, 2013 - http://www.huffingtonpost.com/jeff-grabow/yes-virginia-there-is-les_b_4312507.html.

⁴ Аньшин, В.М. Менеджмент инвестиций и инноваций в малом и венчурном бизнесе / В.М. Аньшин, С.А. Филин. – М.: Анкил, 2003. – 360 с.

⁵ Бунчук М. Роль Венчурного капитала в финансировании инновационного бизнеса. – Режим доступа: <http://masters.donntu.org/2010/iem/sharov/library/article03.htm>

⁶ Воронцов, В. А. Основные понятия и термины венчурного финансирования / В. А. Воронцов, Л. В. Ивина. – М.: Ступени. – 2002. – 336 с.

котирующихся на биржах, на всех этапах развития этих предприятий, вплоть до этапа, когда венчурный капитал заменяется на фондовый».⁷

Существуют две точки зрения применительно к определению деятельности венчурного финансирования.

На сегодняшний момент под венчурным финансированием чаще всего понимают инвестиции в недавно созданные высокотехнологические компании либо проекты (как правило, в сфере компьютерных, реже в телекоммуникационных и медицинских технологиях). В последние десятилетия в общем объеме венчурных портфелей инвестиции в эти три сектора превышали 80%.

Тем не менее, существует другая и точка зрения, по которой: венчурное финансирование – это бизнес инвестирования в предпринимательство. То есть подобная форма деятельности может возникнуть там, где совмещаются следующие признаки: во-первых, наличие нерешенной проблемы или неосвоенный сегмент рынка, и, во-вторых, наличие предпринимателя (индивидуального, или чаще – команды единомышленников) – способных решить эту проблему или создать продукт. Два этих элемента – наличие объективного набора обстоятельств и субъективной энергии для ее решения – создают так называемый «venture», т.е. ситуацию, где финансирование (а точнее, перевод с англ., commitment – готовность обеспечить финансирование предприятия) потенциально обеспечивает возможность получения принципиально иного и конкурентоспособного товара – продукта, услуги или решения, обладающего вместе с тем и дополнительной экономической ценностью, значительно превышающей себестоимость ее создания.

Учитывая вышеизложенное, субъектами венчурной деятельности, или «венчурными капиталистами», мы будем называть, прежде всего, финансовые организации (инвестиционные фонды, инвестиционные банки, брокерские фирмы и индивидуальных инвесторов), а также их руководящий состав, непосредственно участвующий в принятии инвестиционных решений в сфере

⁷ Бочкарев, А. Опыт венчурного предпринимательства в Великобритании / А. Бочкарев // Инвестиции в России. – 1999. – №3. – с.20-268.

венчурного капитализма и исполнителей этих решений. Лица и организации, руководящие венчурными фондами и управляющими компаниями, тоже будут именоваться «венчурными капиталистами», но в каждом отдельном случае с уточняющей оговоркой, что речь идет не об организации, а о личности.

Несмотря на то, что терминология таких понятий, как «венчурная деятельность» или «венчурное финансирование/инвестирование», «венчурные инвестиционные фонды» является исторически сложившейся и общеизвестной, в частности благодаря определению Европейской ассоциации венчурного инвестирования, нормативно-правового определения данных понятий в нашем законодательстве нет. Более того, в России сегодня отсутствует нормативная база, специальные законы или акты, которые бы регулировали такую деятельность.

Правовое регулирование венчурного инвестирования осуществляется в рамках обобщенных юридических норм действующего законодательства РФ, которые определяют правила в сфере инвестиций, инноваций, организационно-правовых форм применяемым к данному виду деятельности. Здесь подлежит применению Федеральный закон № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» который был принят 28 ноября 2011 г., Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Приказ ФСФР России от 20.05.2008 № 08-19/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», Налоговый кодекс РФ и собственно действующий Гражданский кодекс РФ.

Динамика объемов инвестирования

Венчурная инфраструктура в России за период 2013 по 2016 гг. характеризовалась следующей динамикой объемов инвестирования:

Сумма сделок по стадиям развития компании, млн. долларов США

Показатели	Год				
	2013	2014	2015	2016	Итого
Посев	29,4	38,1	7,1	9,2	83,8
Стартап	106,6	102,9	13,8	8,4	231,7
Ранняя стадия	221,2	130,9	64,5	60,4	477
Расширение	295,9	184	147,2	87,2	714,3
Поздняя стадия	н/м	25	н/м	н/м	25
<i>Всего, по годам</i>	653,1	480,9	232,6	165,2	1531,8

* н/м – нематериально

Источник: данные совместного исследования PWC и РВК “Money Tree ТМ. Развитие венчурного рынка в России за 2016 г.”

Данные таблицы позволяют увидеть негативную динамику объемов венчурных инвестиций в нашей стране за последние несколько лет. За период четырех лет с 2013 по 2016 гг. общий объем финансирования упал практически в 6 раз.

Несмотря на то, что общее количество заключенных венчурных сделок осталось практически на том же уровне (184 в 2016 году против 180 в 2015 году), объем венчурных сделок в долларовом выражении снизился на 29% и составил 165,2 млн долларов США. Основной причиной снижения стало уменьшение среднего размера сделки до 1,1 млн долларов США по сравнению с 1,5 млн долларов США в 2015 году.

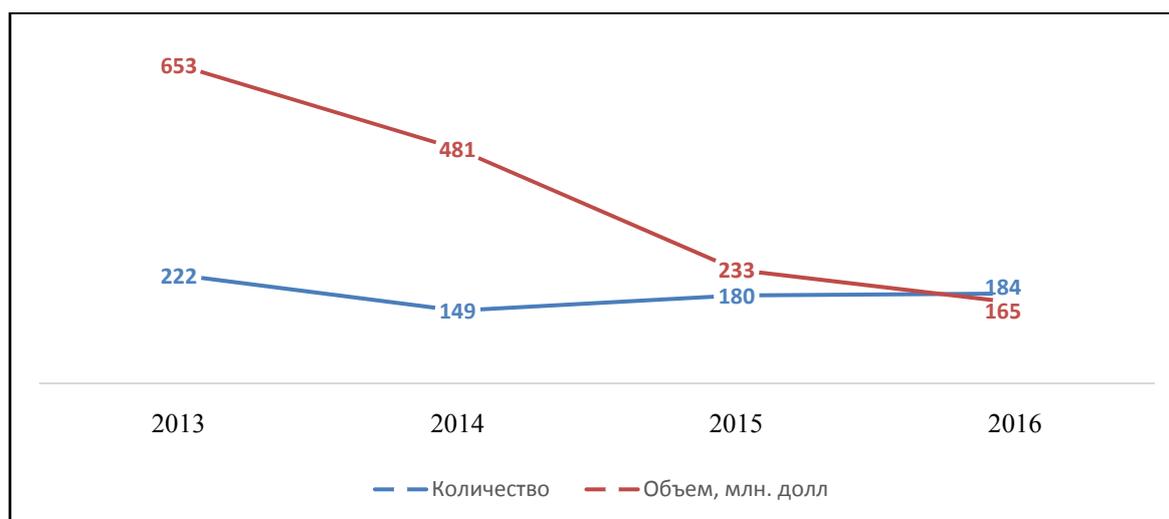


Рис. 1 – Количество и объем венчурных сделок

Если взглянуть на процентное соотношение общей величины инвестированных средств по стадиям венчурного цикла, можно также заметить существенное уменьшение доли средств во все стадии цикла, кроме последней – поздней стадии.

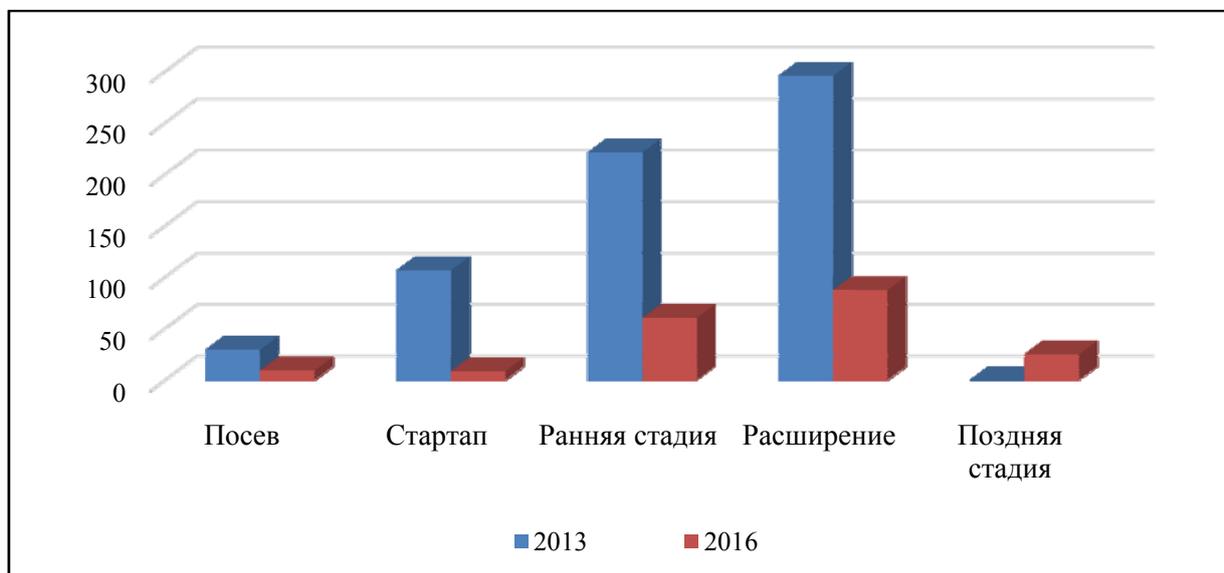


Рис. 2 – Объемы венчурных сделок за 2013 и 2016 гг.

Данная динамика лишь убеждает в том, что венчурный бизнес в значительной степени сопряжен не только с высокой доходностью, но и с риском. Поэтому в период нестабильности на российском рынке, венчурный бизнес констатирует существенный спад активности.

Однако в 2016 году сохранился высокий интерес инвесторов к проектам на более поздних стадиях развития.

Сохранение доли объема инвестиций на поздних стадиях свидетельствует о более высокой осторожности инвесторов в условиях продолжающейся неопределенности относительно макроэкономических показателей и изменении их предпочтений в пользу проектов с понятным продуктом и, в некоторых случаях, апробированной бизнес-моделью.

Предполагаем, что повышение показателей возможно при нивелировании общеэкономических рисков и тенденции стабильного экономического роста.

Анализ венчурных инвестиций по секторам

Информационно-технологический (ИТ) сектор остается в лидерах как по количеству венчурных сделок, так и по сумме привлеченных инвестиций. В 2016 г. сделки в сфере ИТ насчитывали 70% от общего количества и 90% от совокупного объема всех венчурных сделок. В отношении всех остальных видов венчурных инвестиций доля ИТ инвестиций примерно соответствует уровню прошлых лет, в то время как количество сделок в данном секторе увеличилось на 13% по сравнению с 2015 годом. Данная тенденция во многом связана с возрастающей ролью ИТ технологий во всех сферах бизнеса и готовностью инвесторов вкладываться в проекты, способствующие технологической трансформации.

В то же время снижение среднего размера сделки с 2,1 млн долларов США в 2015 году до 1,4 млн долларов США в 2016 году, повлияло на общий объем сделок в секторе ИТ, который снизился на 27% и составил 149,6 млн долларов США.

Заметим, что объем инвестиций в сфере промышленных технологий сократился на 29% до 6,1 млн долларов США (8,6 млн долларов США в 2015 году). Несмотря на это, количество сделок продемонстрировало рост в 2016 году: с 15 до 21 сделки.

Что касается сектора биотехнологии, инвестиции в них сократились в 2016 году как в количественном, так и в денежном выражении, а именно – число сделок снизилось с 39 до 26 (также, как и в 2015 году, в основном инвестиции в биотехнологии были осуществлены фондами РВК); объем сделок в биотехнологии составил 9,5 млн долларов США (по сравнению с 18,1 млн долларов США в 2015 году), таким образом сократившись на 48%. Инвесторы продолжают настороженно относиться к инвестициям в российские биотехнологии из-за высокой капиталоемкости и высоких бизнес рисков.⁸

⁸ Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ) и Венчурный Инновационный фонд (ВИФ) – Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2016 год [электронный ресурс] – URL: www.allventure.ru/lib/get_file/75/

Как показывает статистика, количество сделок в секторах промышленных технологий и биотехнологий по-прежнему сильно отстает от ИТ сектора.

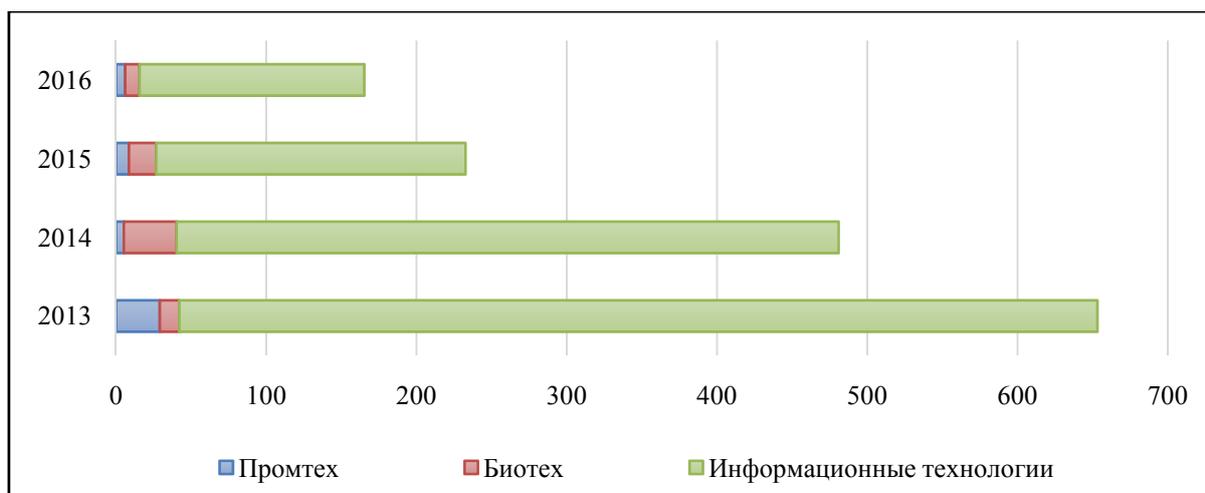


Рис. 3 – Распределение венчурных инвестиций по секторам, млн долл. США

Всего лишь 10% фондов готовы инвестировать в такие сферы, как биотехнологии, химические материалы, электроника и финансовые услуги. И только для 5% фондов в качестве предпочтительного направления инвестирования выступает экологическая тематика.

Подобные различия указывают на то, что, во-первых, наибольшего практического успеха добиваются компании, которые действуют не в высокотехнологичных, а в традиционных отраслях, и, во-вторых, далеко не все инвестиции, зафиксированные как венчурные, действительно имеют направленность на инновационные проекты.

Следовательно, несмотря на очевидные периоды роста венчурных инвестиций в современной российской экономике, реализация механизма венчурного финансирования в России по-прежнему сопряжена с рядом проблем, в число которых в первую очередь относятся: отраслевые диспропорции; небольшой объем финансирования инвестиций на ранних стадиях венчурного цикла; дефицит квалифицированных кадров; недостаточная степень защиты прав интеллектуальной собственности и т.д. Поиск способов преодоления этих и других препятствий на пути реализации инноваций и

развития процессов финансирования становится важным условием становления инновационной экономики в России.

Таблица 2

Крупнейшие сделки по выходу инвесторов стоимостью более 30 млн долларов США в 2016 и 2015 годах

Название компании	Тип сделки	Сектор компании	Покупатель	Продавец	Объем сделки, млн долл США	Дата сделки
НикоМаг	Выход	Промтех	«НИКОХИМ»	ОАО «Роснано»	39	Авг. 2016
Pixonic	Выход	ИТ	Mail.ru Group	Kite Ventures; А. Романенко; ФБА Addventure 1	30	Сент. 2016
Avito	Выход	Электронная торговля	Naspers Ltd	Accel Partners, Kinnevik и Northzone	1200	Окт. 2015
Яндекс	Выход	ИТ		Oppenheimer Funds	190	Июль 2015
Yota Devices	Выход	Телекоммуникации	REX Global Entertainment	Telconet Capital	100	Окт. 2015
Mirantis	Раунд D	Облачные технологии, ПО	Intel Capital, August Capital, Ericsson, Goldman Sacks, Insight Venture Partners, Sapphire Ventures, WestSummit Capital		100	Авг. 2015
Virtus.pro	Раунд А	Игры	USM Holdings		100	Окт. 2015

Источник: составлено автором на основании данных Thomson Reuters Deals Intelligence

С учетом анализа статистики по крупнейшим выходам инвесторов за 2015 и 2016 гг., можно сделать вывод, что в 2016 году не было совершено ни одной крупной сделки стоимостью более 100 млн долларов США. В 2015 году таких сделок было 2, общая сумма составила 200 млн долларов США годом ранее.

Несмотря на то, что в 2016 году число выходов инвесторов увеличилось на 4 сделки, суммарная стоимость выходов сократилась в 13 раз и составила 120 млн долларов США по сравнению с 1573,5 млн долларов США в 2015 году. Однако следует отметить, что 76% общей суммы 2015 года пришлось на выход Accel Partners, Kinnevik и Northzone из Avito. Если исключить эту сделку из расчетов, то стоимость выходов в 2016 году сократилась в 3 раза по сравнению с 2015 годом.

Как и в прошлые годы, преобладающее количество выходов инвесторов (16 из 18) 4 пришлось на ИТ-компании. Оставшиеся два выхода были совершены в секторе промышленных технологий: ОАО «Роснано вышла из компании «НикоМаг», производителя инновационной наноструктурированной химической продукции; Инфрафонд РВК продал долю в инжиниринговой компании «Региональный Инжиниринговый Центр Аддитивных и Лазерных Технологий» (РИЦ АиЛТ).

Отсутствие большого числа потенциальных стратегических инвесторов, заинтересованных в покупке высокотехнологичных бизнесов, по-прежнему остается одним из главных ограничений российской венчурной индустрии.

Таким образом, вывод по поводу современного состояния венчурных инвестиций в России может быть такой: несмотря на общий рост уровня проектов, инвесторы все равно констатируют их дефицит. С одной стороны, увеличение количества инвесторов и капитализация рынка повышает конкуренцию между ними, но это дает более глубокую оценку и разборчивость инвесторам, также переток портфельных инвесторов из фондового рынка в венчурный усиливает и конкуренцию между стартаперами.

Оценка развития венчурного бизнеса в России позволяет выделить следующие основные проблемы:

1) *отсутствие полноценной нормативно-правовой базы*, которая бы регламентировала функционирование и самих венчурных фирм, и их институциональных образований. Также недостаточное значение придается правовым инструментам господдержки и развитию венчурного бизнеса.

2) *дефицит долгосрочного капитала*. Здесь свой отпечаток оставил мировой финансовый кризис: инвесторы предпочитают большую ликвидность и меньший риск. Основной груз инвестирования на этапах «посева» и «стартапа» ложится только на плечи российских инвесторов, потому что иностранные инвесторы не хотят вкладывать в начальные стадии производств, предпочитая им более поздние.

3) сложности с выходом (или IPO) на финансовые рынки, связанные с отсутствием широкого спектра инструментов хеджирования и рефинансирования на фондовом рынке.

4) недостаток предпринимательской культуры, что не позволяет проводить оптимизированную и грамотную политику управления бизнесом, тормозит решение классической проблемы инновационного развития: изобретатели-ученые-разработчики не имеют коммерциализаторских способностей, а инвесторы не понимают потенциала разработок.

5) наличие спорных вопросов в налоговом законодательстве, которые нередко заставляют бизнесменов искать новые пути в обход закона (или вне российской юрисдикции).

В качестве основных направлений в решении существующих проблем развития венчурного капитала в России можно выделить следующие:

1. Совершенствование и развитие инфраструктуры венчурного бизнеса, которая помогла бы приблизить, развить и взаимодополнить интересы исполнителя и разработчика венчурных проектов. И в этом отношении способов достаточно: распространение венчурных инвестиций в СМИ, проведение форумов, тендеров, проведение профессиональных стажировок и др.

Именно по этой причине необходимым представляется изучение и применение опыта государственной поддержки венчурных компаний в венчурноразвитых странах, где уже опробованы на практике некоторые меры как прямого, так и косвенного вмешательства государства.

2. Еще одной актуальной задачей развития *неформального рынка* российского венчурного капитала является создание на базе консалтинговых компаний сообществ бизнес-ангелов, которые бы предоставляли малым венчурным компаниям услуги в сфере науки и технологий. Они послужили бы важным источником информации и многообещающих проектах, а также могли бы содействовать доведению научных разработок до стадии готовых

продуктов, а еще они были бы способны проводить качественный отбор лучших инвесторов и предпринимателей.

Также необходимо развитие важных элементов предпринимательской экосистемы, таких как: совершенствование инфраструктуры, создание инкубаторов и технопарков, применение «коворкинга», проведение различных конференций, активизирования работы институтов развития.

Библиографический список

1. Аньшин, В.М. Менеджмент инвестиций и инноваций в малом и венчурном бизнесе / В.М. Аньшин, С.А. Филин. – М.: Анкил, 2003. – 360 с.

2. Аммосов, Ю.П., Венчурный капитализм: от истоков до современности / Ю.П. Аммосов. – С-Пб: РАВИ, 2004. – 409 с.

3. Богуславский, И.В. Развитие венчурной экосистемы: роль организационной культуры / И.В. Богуславский, Е.А. Угнич // Науковедение. – 2014. – №2 (21).

4. Бочкарев, А. Опыт венчурного предпринимательства в Великобритании / А. Бочкарев // Инвестиции в России. – 1999. - №3. - с.20–268.

5. Бунчук М. Роль Венчурного капитала в финансировании инновационного бизнеса. – Режим доступа: <http://masters.donntu.org/2010/iem/sharov/library/article03.htm>

6. Василенко, Т.А. Особенности развития краудлендинга в России / Василенко Т.А. // Символ науки. – 2015. – №5. – С. 90-94.

7. Васильев, С. Кто не рискует, тот отстает / С. Васильев // Российская Федерация сегодня. – 2008. - №22.- с. 3

8. Воронцов, В. А. Основные понятия и термины венчурного финансирования / В. А. Воронцов, Л. В. Ивина. – М.: Ступени. – 2002. – 336 с.

9. Отчет Российской ассоциации венчурного инвестирования и Венчурного Инновационного фонда – Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2016 год [электронный ресурс] – URL: www.allventure.ru/lib/get_file/75/

10. Миляев К.В., Жданова О.А. Повышение эффективности деятельности институтов инновационного развития как возможность увеличения эффективности венчурных инвестиций в Российской Федерации / К.В. Миляев, О.А. Жданова. – М.: Высшая школа. – 2014. – №1. – С.4-6.

11. Мюллер В.К., Англо-русский и русско-английский словарь. – М.: Экспо. – 2014. – 1120 с.

12. Рынок краудфинансов в Российской Федерации: краудфандинг, краудинвестинг, краудлендинг – Исследование международной аналитической компании J'Son&Partners Management Consultancy. URL: <http://web.json.ru/> дата обращения 23.05.2016.

13. Jeff Grabow. Yes, Virginia, There Is Less Venture Capital (and that is Not Bad). – N.Y.: Huff Post Business, 2013 – http://www.huffingtonpost.com/jeff-grabow/yes-virginia-there-is-les_b_4312507.html.

Reference

1. Anshin, V.M. Management of investments and innovations in small and venture business / B.M. Anshin, S.A. Filin. – М.: Ankil, 2003. – 360 p.

2. Ammosov, Yu.P., Venture capitalism: from the sources to the present. / Yu.P. Ammosov. - S-Pb: RAVI, 2004. - 409 p.

3. Boguslavsky, I.V. The development of the venture ecosystem: the role of organizational culture / I.V.Boguslavsky, E.A.Ugnich // Naukovedenie. – 2014. – No. 2 (21).

4. Bochkarev A. The experience of venture business in the UK / A. Bochkarev // Investments in Russia. – 1999. – № 3. 20-268 p.

5. Bunchuk M. The Role of Venture Capital in Financing of Innovation Business. Available at: <http://masters.donntu.org/2010/ iem / sharov / library / article03.htm>

6. Vasilenko, T.A. The features of the development of crowdlending in Russia / Vasilenko T.A. // A symbol of science. – 2015. – №5. – 90-94 p.

7. Vasiliev, S. Who does not take risks lags behind / S. Vasiliev // Russian Federation today. – 2008. – No. 22. – 3 p.
8. Vorontsov, V.A. Basic concepts and terms of venture financing / V.A. Vorontsov, L.V. Ivina. – M.: The steps. – 2002. – 336 p.
9. Report of the Russian Association of Venture Investment and Venture Innovation Fund – Market Overview of Direct and Venture Investment for 2016 [electronic resource] – URL: www.allventure.ru/lib/get_file/75/
10. Milyaev K.V., Zhdanova O.A. Increase of efficiency of venture investments in the Russian Federation / K.B. Milyaev, OA Zhdanov. – M.: High school. – 2014. – №1. – 4-6 p.
11. Muller V.K., English-Russian and Russian-English dictionary. – M.: Expo. – 2014. – 1120 p.
12. The market of crowdfinances in the Russian Federation: crowdfunding, crowdinvesting, crowd lending – Study of the international analytical company J'Son & Partners Management Consultancy. URL: <http://web.json.ru/> the date of the circulation on May 23, 2016.
13. Jeff Grabow. Yes, Virginia, There Is Less Venture Capital (and that is Not Bad). – N.Y.: Huff Post Business, 2013 – http://www.huffingtonpost.com/jeff-grabow/yes-virginia-there-is-les_b_4312507.html.