РОССИЙСКОЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО
Том 19 • Номер 4 • апрель 2018
ISSN 1994-6937
Russian Journal of Entrepreneurship
издательство Креативная экономика

Развитие и вызовы рынка венчурных фондов Российской Федерации

Козырев А.В. [1], *Гришин А.И.* [1]
[1] Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ:

Эта статья анализирует состояние, в котором, по последним доступным исследованиям, находится российский рынок венчурных инвестиций. Она раскрывает понятие и рыночную роль венчурных фондов, показывает трансформационные тренды на рынке и указывает на существующие и потенциальные проблемы участников рынка.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: венчурная инвестиция, стартап, венчурные фонды, фонды прямых инвестиций, бизнес-ангел, синдицирование, выход из сделки, инвестиционные раунды.

Development and challenges of the Russian venture capital funds market

Kozyrev A.V. [1], *Grishin A.I.* [1]
[1] Plekhanov Russian University of Economics, Russia

Введение

В планах экономического развития Российской Федерации одним из важнейших направлений является модернизация и инновации, базирующиеся на использовании новых факторов роста [7] *(Tsvirko, 2010)*. Венчурное финансирование является фактором прямой поддержки роста и развития инновационных предприятий на рынке [8] *(Bekkalieva, 2016)*. Объекты венчурного финансирования традиционно объединяет их принадлежность к категории наукоёмких проектов, имеющих повышенный уровень риска и неопределенности, что делает традиционные источники инвестиций для таких предприятий практически недоступными [8] *(Bekkalieva, 2016)*.

Основное отличие венчурного финансирования от традиционных источников (государственные субсидии, банковские кредиты и т.д.) заключается в высокой толерантности инвесторов к финансовому риску. Венчурное финансирование можно определить как «долгосрочные (от 3 до 7 лет), высокорисковые инвестиции частного капитала в акционерный капитал начинающих малых высокотехнологичных и

перспективных предприятий (стартапов) с целью получения прибыли от прироста стоимости вложенных средств в будущем» [1].

Между традиционными и венчурными методами финансирования существует ряд различий [3]:

- в то время как традиционное кредитование в большинстве своем полагается на выплату процентов заемщиками, венчурные инвесторы скорее заинтересованы не в регулярных выплатах по кредиту, а в перспективе роста рыночной капитализации развивающейся компании, а следовательно, и состояния инвестора, владеющего долей компании;
- срок венчурных инвестиций часто превосходит допустимый срок традиционного банковского кредитования. Причина кроется в том, что привлечение ресурсной базы на длительные сроки для банков и прочих кредитных организаций довольно затруднительно;
- традиционные кредитные организации требуют внесения залога для обеспечения кредита. Данный залог должен быть внесен в достаточно ликвидной форме, чтобы, в случае дефолта по кредиту, банк мог бы покрыть свои убытки. С другой стороны, венчурные инвестиции не предполагают внесение залогов даже в случаях, когда объемы инвестиций достигают довольно солидных сумм, потому что у стартапов не может быть подобных активов. Венчурные инвесторы не получают никаких гарантий против убытков – обретая долю в капитале стартапа, инвестор начинает нести риски и получать прибыль пропорционально с основателями компании;
- доступность кредита в банке в большой степени определяется настоящим положением дел, балансовым сальдо и капитализацией компании, тогда как венчурные инвесторы принимают во внимание не текущую ситуацию, а перспективы

ABSTRACT:

The paper analyzes the current state of the Russian market of venture investments according to the latest available research. It reveals the concept and market role of venture funds, shows the transformation trends in the market and points to the existing and potential problems of market participants.

KEYWORDS: venture investment, start-up, venture capital funds, private equity funds, business angel, syndication, deal opting out, funding rounds

JEL Classification: M13, G24, G29 **Received: 01.04.2018 / Published: 30.04.2018**

© Author(s) / Publication: CREATIVE ECONOMY Publishers
For correspondence: Kozyrev A.V. (kafedra.logist@gmail.com)

CITATION:

Kozyrev A.V., Grishin A.I. (2018) Razvitie i vyzovy rynka venchurnyh fondov Rossiyskoy Federatsii [Development and challenges of the Russian venture capital funds market]. Rossiyskoe predprinimatelstvo. 19. (4). – 1189-1200. doi: 10.18334/rp.19.4.38997

и потенциал компании к достижению определенных целей развития, для реализации которых и необходимы инвестиции.

Основной отличительной характеристикой венчурного инвестирования является оценка потенциала самого проекта и профессионализма руководства стартапа, а не его платежеспособность и капитал на момент выдачи кредита.

Обобщенная характеристика рынка венчурных инвестиций

Рынок венчурных инвестиций можно условно разделить на два сектора – сектор венчурных фондов и неформальный сектор, в котором действуют частные инвесторы, которых называют бизнес-ангелами. Поскольку рынок венчурных инвестиций состоит практически полностью из частных фондов и инвесторов, сбор достоверной статистики по выданным инвестициям, их условиям и конечной результативности является затруднительным. Частные инвесторы предпочитают не предавать огласке информацию о своих сделках, а если такая информация запрашивается, инвесторы склонны завышать или, напротив, занижать размер своих инвестиций [6]. Единственным способом свести возможные неточности к минимуму представляется сравнительный анализ данных, полученных от венчурных фондов, частных независимых инвесторов и результатов авторитетных рыночных исследований. Именно таким образом представлены исследования в «Рейтинге венчурных фондов 2016 года» новостного портала Firrma [5] и Обзоре венчурного рынка 2017 года, выпущенного Российской ассоциацией венчурного инвестирования [4]. На момент написания данной статьи специалисты Firrma еще не завершили составление нового рейтинга за 2017 год, в связи с чем самые свежие данные, на которые мы можем полагаться, доступны за 2016 и первую половину 2017 года.

Как венчурные фонды, так и индивидуальные инвесторы работают со стартапами по схожему принципу, вкладывая средства в перспективные компании на различных стадиях их жизненного цикла [3]:

- предстартовое (предпосевное) финансирование.
- Pre-seed, или предпосевной раунд финансирования – это первая из возможных точек касания стартапа с частным инвестором. Предпосевные инвестиции обычно не превышают 15-20 млн рублей и служат для обоснования потенциала бизнеса. В Акселераторе Фонда развития интернет-инициатив (ФРИИ) крите-

ОБ АВТОРАХ:

Козырев Андрей Владимирович, аспирант (kafedra.logist@gmail.com)
Гришин Алексей Игоревич, кандидат экономических наук, доцент кафедры предпринимательства и логистики (grai87@mail.ru)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Козырев А.В., Гришин А.И. Развитие и вызовы рынка венчурных фондов Российской Федерации // Российское предпринимательство. – 2018. – Том 19. – № 4. – С. 1189-1200. doi: 10.18334/rp.19.4.38997

рий потенциальной успешности стартапа звучит так: «достижимый оборот компании не менее 300 млн рублей через 3-5 лет» [3];

- стартовое (посевное) финансирование.
- Посевные инвестиции (seed) служат основным инструментом «взросления» стартапа. Данный раунд призван обеспечить компании возможность завершить разработку продукта, наладить все необходимые бизнес-процессы и провести все необходимые исследования, выстроить свою маркетинговую кампанию и выйти с новым продуктом на рынок. Для этого раунда инвестиций трудно обозначить средние показатели по объему вкладываемых средств. В соответствии со статистикой ФРИИ, средние условные суммы посевных инвестиций составляют от 100 до 500 тысяч долларов США [3];
- раунд А, или «начальное расширение».
- Компания по большей части сформировалась окончательно, прошла так называемую «долину смерти», период, который не проходят более 60% стартапов [3], и превратилась в зрелую организацию, гораздо более интересную инвесторам с низкой терпимостью к рискам. Различные поддерживающие структуры, такие как инкубаторы, акселераторы и т.д., компании больше не нужны, и теперь у компании есть во что инвестировать – в технологии, персонал, отдел продаж и маркетинг. Средние суммы инвестиций раунда А составляют от 1 до 3 млн долл. США [2] *(Chebotarev, 2015)*;
- раунд В, или крупное масштабирование.
- По статистике ФРИИ, до данного раунда доходят от силы 2% стартапов, получивших предпосевные инвестиции [3]. На данном раунде компании уже по сути своей не являются стартапами и начинают сталкиваться с проблемами «взрослого» бизнеса, такими как конкуренция, низкий спрос, неэффективный менеджмент, отсутствие экспертных знаний в корпоративном управлении. Дойдя до этой стадии, компании впервые попадают в поле внимания крупных глобальных фондов, таких как Sequoia и Tiger [3]. Средний чек инвестиций, получаемых компаниями на данном этапе, составляет около 12 млн долл. [3];
- раунд С и подготовка к IPO.

Инвестиции на этом этапе измеряются десятками миллионов долларов США, а среднее значение составляет более 42 млн долл [3]. Начиная с этого этапа, инвестиционные сделки начинают приписываться к «поздним этапам венчурного инвестирования». До этапа IPO (Initial Public Offering, первого публичного размещения акций компании) по статистике доживают примерно 0,01% компаний, участвовавших в раунде pre-seed [3].

Для рассмотрения основных процессов на рынке венчурного финансирования проведем разделение фондов венчурных инвестиций на PE фонды (Private Equity Funds, Фонды прямых инвестиций) и VC фонды (Venture Capital Funds, Венчурные фонды). Оба эти типа фондов относятся к рынку венчурных инвестиций, т.к. вклады-

вают деньги в компании, обладающие высоким потенциалом роста и определенным конкурентным преимуществом перед существующими конкурентами. Разница между двумя типами фондов заключается в инвестиционных предпочтениях фондов частного капитала (PE) и венчурных фондов (VC).

Фонды VC в первую очередь инвестируют в малые инновационные компании, в то время как фонды PE в качестве целевых рассматривают компании, уже доказавшие свою жизнеспособность на рынке и успешно проработавшие в течение как минимум нескольких лет [4]. Фонды VC совершают множество мелких высокорисковых сделок на ранних стадиях развития стартапов, фонды PE делают редкие, крупные и менее рискованные вливания в компании на более поздних стадиях развития. По своей природе фонды VC в первую очередь специализируются на инвестициях в инновационные технологии и новые отрасли промышленности [4], поэтому именно данные об активности фондов VC представляют наибольший интерес в рамках темы данной статьи.

Фонд, в портфеле которого более 90% инвестиций являются инвестициями одного из двух типов, автоматически относится к той или иной категории. VC инвестиция – это инвестиция в компанию на венчурных стадиях (предпосевная, посевная, раунд A и в некоторых случаях – более поздние раунды). Объем VC инвестиций, как правило, составляет менее 100 млн долл [4]. С другой стороны, PE инвестицией обозначают вложение денег в компанию на зрелых стадиях. Основными целями PE инвестиций являются масштабная реструктуризация компании, обеспечение поздних стадий развития, а также различные M&A [4].

В данной статье будут рассмотрены только «российские» сделки, как инвестиции, в наибольшей степени влияющие на формирование российского венчурного рынка. Для четкого понимания того, что считать за «российскую» сделку или фонд, а что – нет, Российской ассоциацией венчурного инвестирования (РАВИ) и Венчурным инновационным фондом (ВИФ) было принято правило: если компания имеет более 50% объема продаж своего продукта или услуг на территории Российской Федерации, то она считается российской. По схожему принципу фонд считается российским, если в портфеле у него более 50% объема инвестиций осуществлено в российские компании [4].

Сегодня российские инвестиционные фонды имеют разные подходы к поддержке компаний, в которые они инвестируют. Так, к примеру, инвестиционный департамент Сбербанка занимается исключительно финансовой поддержкой компаний, а, к примеру, Промсвязьбанк предлагает своим подопечным элементы менторской и образовательной поддержки, проводя частные финансовые и прочие консультации для предпринимателей, как до осуществления инвестиции, так и после [9] *(Selezneva, 2015)*.

Тренды венчурного рынка

В течение трех лет, с 2013 до 2016 гг., на российском рынке венчурных фондов прослеживался стабильный пессимистичный тренд. От экономического кризиса и ухудшения экономических взаимоотношений с иностранными партнерами в первую оче-

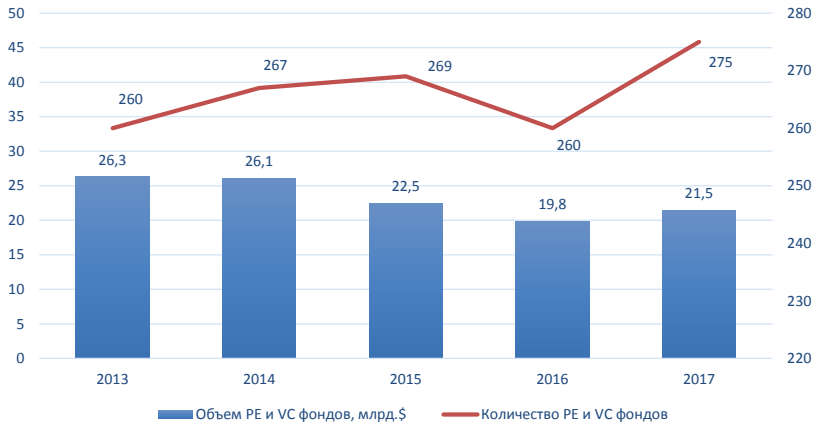

Рисунок 1. Статистика изменения количества активных PE и VC фондов на российском рынке и их объем в млрд долларов с 2013 до 2017 г.
Источник: [4]

редь пострадали наиболее восприимчивые к риску секторы экономики, в том числе и венчурные фонды. 2017 год в этом смысле стал переломным для негативного тренда для венчурных инвестиционных организаций: по данным на 3-й квартал года совокупная капитализация как PE так и VC фондов составила 21,5 млрд долларов США, что являет собой прирост на примерно 1,4 млрд долларов (*рис. 1*). При этом на оздоровление рынка также указывает тот факт, что на рынке появилось 17 новых венчурных фондов, из которых 4 были сформированы с участием государственного капитала.

Следует отметить особую роль государственного капитала на рынке венчурных инвестиций. В первую очередь данные средства используются в инвестиционных проектах, нацеленных на более традиционные и менее рисковые виды бизнеса. Об этом говорит статистика: около 90% фондов с участием государственного капитала либо нацелены на поддержку компаний реального сектора экономики, либо в своих инвестиционных портфолио показывают смешанные предпочтения [4].

Обратившись к статистике количества действующих фондов как VC, так и PE профилей, а также сравнив их с их объемами портфелей, мы можем сделать несколько глобальных выводов о динамике развития рынка венчурных инвестиций в России. С 2006 до 2017 г. количество венчурных фондов стабильно росло из года в год, и единственным перерывом в этом восходящем тренде стал 2016 год. В течение трех лет, с 2014 до 2016 г., российские венчурные фонды теряли существенные доли своих портфелей, однако этот тренд, по всей видимости, завершился в 2016 году, и в 2017-м году начала наблюдаться положительная динамика объема совокупного капитала как в сегменте PE, так и в сегменте VC фондов (*рис. 2, 3*).

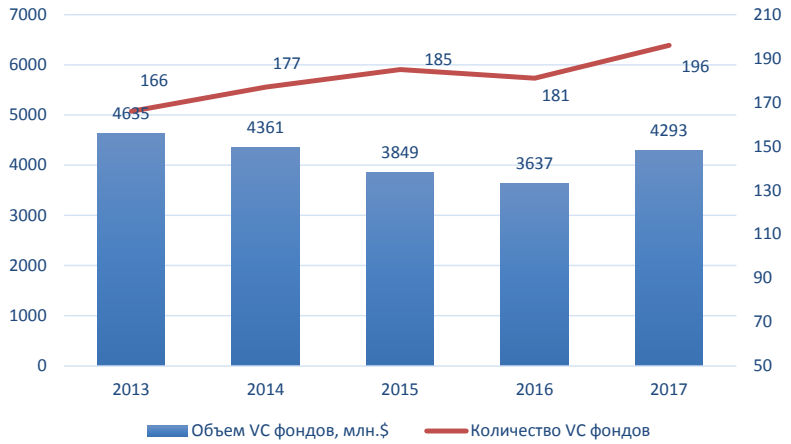

Рисунок 2. Сводная статистика по количеству и объему портфолио VC фондов на российском рынке.
Источник: [4]

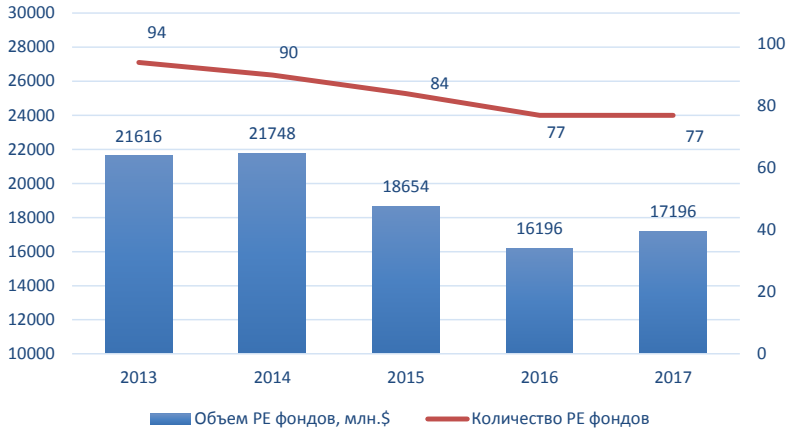

Рисунок 3. Сводная статистика по количеству и объему портфолио PE фондов на российском рынке
Источник: [4]

Сравнивая соотношение объемов VC и PE фондов, можно сделать вывод, что объем VC фондов в течение последних нескольких лет составлял от 20 до 25% от объема PE фондов. С другой стороны, PE фондов гораздо меньше по количеству, чем VC: на один PE приходятся в среднем по 2,5 инвестиционных организаций VC-профиля. Используя эти же данные, становится понятно, почему средства, выделяемые из госу-

Рисунок 4. Средние объемы совершенных PE и VC инвестиций на российском рынке в период с 2012 по III кв. 2017 г.
Источник: [4]

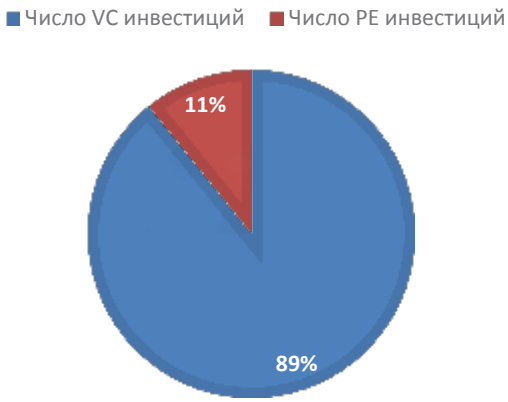

Рисунок 5. Среднее количество совершенных PE и VC инвестиций на российском рынке в период с 2012 по III кв. 2017 г.
Источник: [4]

дарственного бюджета на инвестиционные цели, как правило, направляются в фонды PE-профиля, чье поле работы лежит скорее в крупных инвестициях в развитые предприятия со сниженной долей риска [8] *(Bekkalieva, 2016)*.

Из данных, полученных РАВИ, можно увидеть, что за последние 5 лет объем VC инвестиций составляет в среднем всего 13,2%, однако совершаются данные инвестиции гораздо чаще, и сделки происходят быстрее. По соотношению количества совершенных транзакций, по данным РАВИ, в среднем 91,6% сделок, совершенных за последние пять лет, характеризуются как VC инвестиции (*рис. 4, 5*).

Так как данная статья в первую очередь рассматривает именно венчурный рынок, в котором преобладают инвестиции VC-характера, необходимо более глубоко разобрать динамику и поведение VC фондов, тех структур венчурного инвестирования, которые представляют наибольший интерес для темы российских венчурных инвестиций в стартапы. Помимо простого обзора количества, объемов портфелей и динамики роста различных VC фондов, важно понять, каковы их основные источники капитала, откуда российские VC фонды привлекают средства, а также какие предпочтения по инвестиционным целям преобладают у фондов с различными источниками средств.

Для наглядности мы можем разделить VC фонды на фонды с госкапиталом и частным капиталом. Фонды с частным капиталом также могут иметь свою специфику – например, работать преимущественно с корпоративным или посевным капиталом.

Как можно увидеть на графике объема VC фондов по основным источникам (*рис. 6*), объем доли VC фондов с участием государственного капитала стабильно снижался с 2013 г., и недавний рост общего количества и объемов VC фондов в 2017 г. не

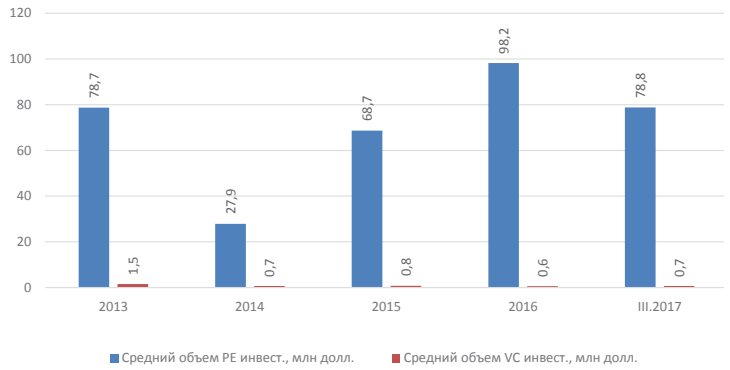

Рисунок 6. Данные РАВИ по средним объемам инвестиций, совершенным PE и VC фондами в период с 2013 по III кв. 2017 г.
Источник:[4]

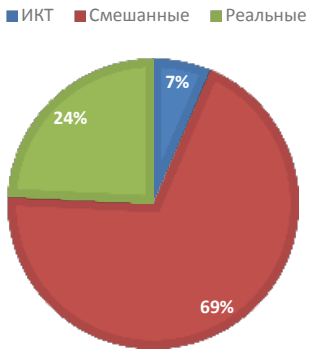

Рисунок 7. Отраслевые предпочтения фондов с госкапиталом. Средние данные в период с 2012 по III кв. 2017 г.
Источник: [4]

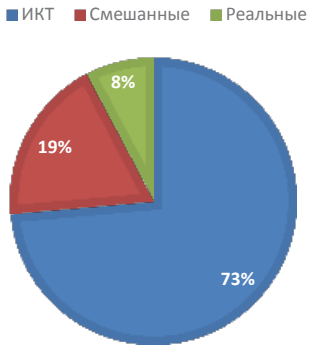

Рисунок 8. Отраслевые предпочтения фондов с частным капиталом. Средние данные в период с 2012 по III кв. 2017 г.
Источник: [4]

повлиял на это падение. Причиной этому служит в первую очередь ослабление курса рубля, поскольку подавляющее большинство фондов такого типа номинировано в российской валюте. Абсолютное большинство российских VC фондов полагается на частные средства, тогда как около четверти оперируют государственными средствами.

С другой стороны, данные подтверждают традиционную склонность венчурных фондов с частным капиталом к высокотехнологичному и телекоммуникационному сектору (*рис. 7, 8*). Статистика показывает, что в среднем за последние 5 лет венчурные

фонды с частным капиталом в 74% случаях инвестировали в инновационный сектор, а объем таких инвестиций составил 76% от совокупного.

Мы видим, что источник капитала VC фонда в значительной степени определяет его отраслевые предпочтения и итоговое портфолио фонда. Фонды, в которых преобладает частный капитал, склонны быть более толерантными к рискам, которые влекут за собой инвестиции в стартапы на ранних этапах развития. Государственные средства же инвестируются в гораздо более стабильные и консервативные проекты, что практически полностью исключает нишу компаний-стартапов в информационно-коммуникационных технологиях.

По географической распределености инвестиционной активности на венчурном рынке Центральный федеральный округ остается лидером как по объему проинвестированных средств (74% от общего объёма), так и по количеству заключенных сделок (65%). На втором и третьем месте, соответственно, находятся Северо-Западный и Приволжский федеральные округа.

Заключение

На данный момент финансирование российских стартапов превращается из узкоспециализированного вопроса, которым интересуется ограниченное число предпринимателей и инвесторов, в масштабное инфраструктурное движение по обеспечению развития и роста инновационного сектора экономики страны. Венчурные фонды играют в этом движении наиболее существенную роль, являясь одновременно инвесторами, оценщиками и организаторами всесторонней поддержки для молодых инновационных компаний. Однако именно доступ к финансированию на ранних стадиях является одним из объективных факторов, которые помогают рождаться и выживать большому количеству новых инновационных компаний, проходя по «дорожной карте» от предпосевного раунда инвестиций до стабильного роста на рынке и даже до выхода на IPO. Многие основатели стартапов признаются [3], что хотели бы иметь надежную возможность привлекать инвестиции на предпосевной стадии, т.к. у большого количества подобных проектов практически нет источников финансовой поддержки, которая помогла бы предпринимателям доработать их продукт и впервые выйти на рынок, доказав состоятельность своей бизнес-модели.

Однако для того, чтобы максимально реализовать свой потенциал стимулирования и поддержки стартапов, российскому венчурному рынку также предстоит преодолеть ряд проблем. В качестве самых заметных препятствий к оживлению и росту видятся такие факторы, как низкая интенсивность конкуренции среди инвесторов, несовершенство законодательной базы, ограниченный доступ к инвестициям для стартапов на ранних этапах развития (в частности, на предпосевном и посевном раундах).

Опираясь на данные рыночных исследований, проводимых различными экспертными организациями, и в том числе – на данные рейтинга венчурных фондов от Firrma, можно сказать, что в данный момент наблюдается тенденция к оживле-

нию российского венчурного рынка. Впервые за последние 4 года инвесторы показывают возросшую уверенность, совершая больше сделок и на большие суммы, чем в предыдущие отчетные периоды. Ранее основным стимулом роста рынка являлись крупные государственные вливания в достаточно безрисковые компании и проекты, относящиеся к «традиционным» сегментами рынка. В данный момент наиболее активно растущим компонентом рынка венчурных инвестиций является сегмент VC, ориентированный на высокорисковые и инновационные компании на ранних этапах своего развития, которые обладают потенциалом огромного роста. Ежегодно увеличивается воронка и растет качественное предложение стартапов. Также и в университетской экосистеме прослеживается ряд позитивных трендов, таких как возросшая активность университетских стартап-инкубаторов, которые будут способствовать коммерциализации новых технологий. Исходя из этого, эксперты сходятся во мнении, что в ближайшие годы в инновационном секторе можно ожидать ощутимый экономический рост [5].

ИСТОЧНИКИ:

1. Венчурное финансирование. Mspbank. [Электронный ресурс]. URL: http://www.mspbank.ru/ru/sme_rf/how_to_finance_your_business/venture_financing (дата обращения: 12.03.2018).
2. Чеботарев М. Методики оценки стартапов и их заблуждения на стадиях Pre-seed, Seed и Раунд А. Акселератор ФРИИ. [Электронный ресурс]. URL: https://spark.ru/startup/546dae36cfa4a/blog/12800/metodiki-otsenki-startapov-i-ih-zabluzhdeniya-na-stadiyah-pre-seed-seed-i-raund-a (дата обращения: 12.03.2018).
3. Путь Стартапа. Департамент Исследований Фонда Развития Интернет-Инициатив (ФРИИ). [Электронный ресурс]. URL: http://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 12.03.2018).
4. Обзор Рынка: Прямые и Венчурные Инвестиции в России, 9 месяцев 2017 г. Аналитический сборник Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования за 3 кв. 2017 г. [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook (дата обращения: 12.03.2018).
5. Рейтинг Венчурных Фондов 2016 года. Оект Firrma, РВК, EY. [Электронный ресурс]. URL: http://firrma.ru/projects/reyting_venchurnykh_fondov_2016_goda (дата обращения: 20.03.2018).
6. Russian Angel Monitor 2016: Рынок ангельских инвестиций» Национальная ассоциация бизнес-ангелов (НАБА). РВК и Firrma. [Электронный ресурс]. URL: http://firrma.ru/data/analytics/17700/ (дата обращения: 22.03.2018).
7. Цвирко С.Э. Венчурное финансирование как фактор инновационного развития экономики России // Вестник ТГУ. – 2010. – № 9(89). – с. 149-156.
8. Беккалиева Н.К. Венчурное финансирование как фактор инновационного развития России // Известия уральского государственного экономического университета. – 2016. – № 3(65). – с. 100-105.

9. Селезнева М.М. Венчурное финансирование в России: Венчурные фонды и бизнес-ангелы // Приволжский научный вестник. – 2015. – № 4-1(44). – с. 87-90.

REFERENCES:

Bekkalieva N.K. (2016). Venchurnoe finansirovanie kak faktor innovatsionnogo razvitiya Rossii [Venture Capital Financing as a Factor in Russia''s Innovation Development]. Izvestiya uralskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta. (3(65)). 100-105. (in Russian).

Selezneva M.M. (2015). Venchurnoe finansirovanie v Rossii: Venchurnye fondy i biznes-angely [Venture capital financing in russia: venture funds and business angels]. Privolzhsky Scientific Bulletin (Privolzhskiy nauchnyy vestnik). (4-1(44)). 87-90. (in Russian).

Tsvirko S.E. (2010). Venchurnoe finansirovanie kak faktor innovatsionnogo razvitiya ekonomiki Rossii [Venture financing as a factor of innovation development of russian economy]. Vestnik TGU. (9(89)). 149-156. (in Russian).