

# РОССИЙСКИЙ РЫНОК ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ

*Володин Сергей Николаевич<sup>1</sup>,*

*Волкова Виктория Сергеевна<sup>2</sup>*

Исследование, представленное в статье, посвящено актуальным проблемам российского венчурного рынка. Несмотря на то что эта сфера хорошо финансируется государством и у нее есть крупные институты развития, на сегодняшний день ее нельзя назвать успешной. Авторами была поставлена цель – охарактеризовать текущее состояние венчурного рынка в России, определив наиболее важные проблемы, присущие ему, и сформировать рекомендации по их преодолению.

Ввиду недостатка статистических данных по молодому российскому венчурному рынку в качестве метода исследования было выбрано глубинное интервью. Его участниками стали ведущие эксперты в области венчурных инвестиций, что позволило получить разносторонние оценки и сформировать целостное представление о текущей ситуации на венчурном рынке. Авторами также был проведен анализ опыта ведущих зарубежных венчурных экосистем и выделены ключевые особенности успеха их деятельности. Вкупе с обобщением экспертных оценок, полученных в ходе глубинного интервью, это позволило определить и классифицировать основные проблемы, присущие российской венчурной экосистеме, а также обозначить ряд направлений работы по ее дальнейшему развитию.

В ходе исследования было показано, что сегодня отечественный рынок венчурных инвестиций находится в сложной ситуации, и для этого есть ряд объективных причин. Они связаны как с внешними факторами, относящимися к российской экономике в целом, так и с целым рядом внутренних проблем. Работа над последними, безусловно, может способствовать успешному преодолению сложившейся ситуации и выходу на новый уровень функционирования венчурной экосистемы. Выводы, полученные в работе, могут быть полезны различным участникам российского венчурного рынка, а также широкому кругу специалистов, связанных с ним, и послужат более глубокому пониманию сложившейся ситуации и возможных путей выхода из нее.

**Ключевые слова:** российский венчурный рынок; инновационное развитие; венчурная экосистема; инвестиции

**JEL:** G24 G28

## **Введение**

Развитие инноваций в современном мире перманентно и охватывает экономику любой страны. Программы по продвижению инновационной культуры, предпринимательства и современных технологий прежде всего ориентируются на вопросы финансовой поддержки науки и бизнеса. Одним из ключевых инструментов финансирования инновационной предпринимательской активности, в особенности на ранних этапах, являются венчурные фонды. Их работа основана на аккумулировании денежных средств из различных источников и их дальнейшем распределении для развития инновационных проектов и предприятий.

Венчурные инвестиции, как особый вид инвестиций в развитие бизнеса, являются важными для становления инновационной среды любого государства. Но данной форме инвестиций присущи свои особенности и вытекающие из них специфические проблемы. Присутствуют они и на отечественном рынке, значительно сдерживая развитие инновационной сферы, не позволяя ей функционировать так эффективно, как это можно наблюдать сегодня в ряде дру-

<sup>1</sup>Кандидат экономических наук НИУ ВШЭ, факультет экономических наук, старший преподаватель Департамента финансов. Россия, Москва, ул. Шаболовка, д. 26, корпус 4, кабинет 4221. E-mail: [svolodin@hse.ru](mailto:svolodin@hse.ru).

<sup>2</sup>Стажер фонда GVA Capital 910 Broadway, San Francisco, California, 94133-4204, USA. E-mail: [vvolkova.me@gmail.com](mailto:vvolkova.me@gmail.com).

гих стран. Предлагаемая статья направлена на определение текущих проблем в сфере венчурных инвестиций в России, возможных путей их решения, а также перспектив развития данного сегмента экономики.

## Система венчурного финансирования

На сегодняшний день развитый фондовый рынок позволяет крупным компаниям, хорошо зарекомендовавшим себя на рынке, успешно привлекать финансирование посредством публичного размещения акций или облигаций. Но более мелким и молодым компаниям, в том числе инновационным, крайне сложно воспользоваться данным способом получения финансовых средств ввиду отсутствия доверия со стороны инвесторов, а также из-за наличия барьеров входа на биржевой рынок.

В таких случаях молодые инновационные компании, которые также именуется стартапами, могут получить финансирование в виде грантов, либо обратившись к инвесторам, которые готовы предоставить им необходимые для развития средства в обмен на долю акций. Подобные инвестиции в собственный капитал стартапов называются венчурный капитал (*venture capital, VC*). Венчурный капитал аккумулируется в специальных венчурных фондах (*venture capital funds*) посредством коллективных вложений индивидуальных инвесторов – венчурных капиталистов или бизнес-ангелов (*business angels*) – частных инвесторов, которые, в отличие от обычных венчурных капиталистов, финансируют стартапы на самой ранней стадии развития, часто – на стадии идеи. Другими участниками венчурных фондов являются корпорации и институциональные инвесторы (*institutions*) – пенсионные фонды, страховые компании и т.д. Все элементы системы венчурного финансирования – стартапы, инвесторы, стратегические покупатели, законодательная база и поддерживающая развитие бизнеса инфраструктура – объединяются в единую венчурную экосистему [Угнич, Богуславский, 2014].

Главной задачей венчурной индустрии является трансфер денежных средств из отраслей с избыточным капиталом в сферу малых инновационных предприятий. Финансирование такого рода проектов осуществляется в несколько этапов (раундов), на каждом из которых действует определенный тип инвесторов. Они образуют жизненный цикл деятельности венчурного предприятия – от зарождения до превращения в стабильно работающую компанию, способную привлекать финансирование традиционными способами. В ходе своего жизненного цикла венчурное предприятие проходит следующие раунды венчурного финансирования [Инновационное предпринимательство, 2010]:

Посевной раунд (*seed round*). Основными инвесторами на данном этапе являются бизнес-ангелы, которые передают свои денежные средства с целью учреждения компании, завершения НИОКР, а также создания прототипа продукции. Вложения в бизнес на данном этапе являются наиболее рискованными, но и, соответственно, могут принести инвестору наибольшую доходность в случае успешной реализации проекта.

1. **Раунд А** (первый венчурный раунд). Это первый институциональный раунд, в котором участвуют уже оформленные компании (наличие офиса, инкорпорированной структуры, ключевого менеджмента и заработной платы сотрудников) с четко прописанными условиями финансирования. Благодаря инвестициям на раунде А компания может начать производство и продажу собственной продукции или запустить работу сервиса или услуг.
2. **Раунд В** (а также последующие венчурные раунды – С, D, E и т.д., которых может быть до пяти-семи). Данный этап представляет собой инвестиции в бизнес на этапе доработки продукта и раннего роста. По достижении каждого следующего этапа инвестиционные риски становятся ниже, что привлекает новых инвесторов.
3. **Pre-IPO раунд, или pre-M&A раунд.** Вложения в компанию непосредственно перед выходом на IPO (*Initial Public Offering* – первичное публичное размещение акций) или продажа компании как бизнеса в целом более крупным инвесторам (например, корпорациям или институциональным инвесторам).

4. **Выход.** Заключительным этапом развития венчурного предприятия является «выход» (*exit* – процесс выхода стартапов на IPO или продажи стратегическим инвесторам). После этого компания становится полноценным бизнесом или интегрируется с более крупной компанией, а венчурное финансирование заменяется другими типами, чаще всего – банковским кредитованием.

Таким образом, очевидно, что венчурное финансирование имеет свои особенности, которые весьма сильно отличают его от другой, традиционной формы привлечения средств малыми и средними предприятиями посредством банковских кредитов.

Банковское и венчурное финансирование имеют принципиальные отличия. Во-первых, венчурное финансирование является намного более рискованным ввиду сложности оценки будущего развития компании и отсутствия каких-либо гарантий возврата инвестиций. Во-вторых, банковское и венчурное финансирование имеют разные целевые ориентиры. Банки заинтересованы лишь в возвращении выданных ими в виде кредитов средств и получении оговоренных процентов, вне зависимости от успешности развития компании, тогда как венчурные инвесторы, вкладываясь в зарождающуюся компанию, становятся ее акционерами и, соответственно, заинтересованы в перспективах ее дальнейшего роста и получении сверхприбыли на вложенный капитал. Также венчурные инвестиции отличаются от кредитования тем, что денежные средства предоставляются на более долгий срок, без выплаты процентов и каких-либо условий по возврату. Более того, такого рода финансовые вложения не предполагают залога.

И, наконец, этим двум формам привлечения средств свойственна различная методология оценки объекта инвестирования. Банки либо другие кредитно-финансовые учреждения, предоставляя компаниям ссуды, оценивают ближайшие перспективы их развития, анализируя финансовое состояние заемщика по отчетам за предыдущие периоды, экспертным оценкам развития данного сектора, а также общеэкономической ситуации на рынке. За счет этого они определяют риски невозврата, оценивают, насколько эффективен и компетентен менеджмент компании, и делают выводы о том, сможет ли компания справиться с возложенными на нее кредитными обязательствами. Система же венчурного финансирования подразумевает абсолютно иной тип оценки. Инвесторы на венчурном рынке главным образом оценивают перспективы основной продукции или услуги, на которой основывается бизнес венчурного предприятия. За счет этого они оценивают и его возможное финансовое состояние в перспективе, поскольку проанализировать прошлые отчетные периоды компании не представляется возможным [Карасева, 2011].

Таким образом, венчурному финансированию свойственны более высокие риски, но в случае успеха повышенный риск покрывается высокой доходностью, которая в конечном счете может покрыть издержки на развитие бизнеса и принести прибыль, в разы превышающую первоначальные инвестиции.

### **Ведущие мировые системы венчурного финансирования**

На сегодняшний день во многих экономически развитых странах уже сложились национальные рынки венчурного финансирования. Самыми развитыми из них являются рынки США, Европы, Израиля и Юго-Восточной Азии. Поскольку опыт их функционирования является весьма успешным, понимание основных особенностей их работы поможет лучше оценить специфику отечественной системы венчурного финансирования. А значит – понять ее сильные и слабые стороны, на что и направлено предлагаемое в работе исследование. Поэтому, прежде чем анализировать российскую венчурную систему, рассмотрим ключевые особенности лучших мировых венчурных рынков.

#### *США*

Самой развитой системой венчурного финансирования можно уверенно считать систему США. Именно она зародилась раньше всех и, пройдя длительную историю своего развития, обладает существенными преимуществами.

Первые венчурные инвесторы появились в 30–40-е годы XX века, и ими являлись люди из обеспеченных семей, которые инвестировали в развитие молодых американских предприятий. Колоссальное влияние на становление венчурной индустрии оказали выпускники Стэнфордского университета, которые, производя коммерциализацию собственных изобретений, подтолкнули к развитию американскую Кремниевую (или Силиконовую) долину, ставшую впоследствии ключевым центром создания и продвижения стартапов и инноваций в мире. Большое влияние на развитие Силиконовой долины оказали известные во всем мире инвесторы: семья Дрейперов, П. Джонсон, Б. Макмерти, которые в 1958, 1962 и 1969 годах основали первые в мире венчурные фонды [Аммосов, 2005].

Высокая активность венчурных инвесторов в США объясняется прежде всего развитостью фондового рынка этой страны. Например, на бирже NASDAQ торгуются акции преимущественно высокотехнологичных компаний. На ней представлено порядка 3700 таких эмитентов со всего мира, общая рыночная стоимость которых превышает \$9,6 трлн [<http://business.nasdaq.com>]. Многие из них выросли в крупные международные компании именно благодаря венчурным инвестициям.

Также важно отметить, что ключевым преимуществом США в развитии венчурных инвестиций является наличие спроса на конечный продукт. Это, по мнению М. Морица (одного из самых успешных венчурных капиталистов мира, на ранних этапах вложившегося в Google, Yahoo! и PayPal), является ключевым фактором для развития венчурной индустрии. Крупные ассигнования, получаемые американскими университетами и колледжами, наличие высоко развитой системы для проведения НИОКР и развития бизнеса на ранних этапах на уровне университетов и колледжей – университетские бизнес-инкубаторы, акселераторы, гранты на развитие студенческих стартапов, проведение научных форумов и других мероприятий – все это делает американский рынок венчурных инвестиций самым крупным в мире.

Системе венчурного финансирования США свойственно достаточно устойчивое и стабильное развитие. Так, по данным отчета PWC Money Tree™ Report [<https://www.pwcmoneytree.com>] за 9 месяцев 2015 года рынок венчурных инвестиций в Америке вырос на 34% по сравнению с аналогичным периодом 2014 года. Общее количество зафиксированных за этот период сделок по венчурному финансированию составило 3329, а их совокупный объем составил более \$47 млрд (по сравнению с \$50,8 млрд за весь предыдущий год). Лидирующей отраслью на рынке венчурных инвестиций в США по-прежнему являются интернет-технологии, которые составляют практически половину объема всех инвестиций (45%). Что касается наиболее финансируемых стадий, американские венчурные фонды и бизнес-ангелы предпочитают инвестировать в компании на самой ранней стадии развития (посевная стадия? или ангельские инвестиции), что составляет 26% от общего объема инвестиций за 9 месяцев 2015 года [[http://www.iidf.ru/upload/frii/IIDF\\_StartTrack\\_report2015.pdf](http://www.iidf.ru/upload/frii/IIDF_StartTrack_report2015.pdf)].

### *Европа*

Европейская система венчурных фондов берет свое начало в 80-х годах XX века. Благодаря имеющемуся американскому опыту европейские инвесторы начали развитие собственных венчурных фондов более стремительно и с меньшими потерями, избегая ошибок американских коллег. Между европейскими и американскими фондами на начальных этапах развития наблюдались существенные различия. Прежде всего стоит отметить, что ввиду более активного вмешательства государства в экономику подобные фонды в Европе обладали меньшей свободой действий – правовое обеспечение деятельности венчурных фондов было гораздо менее приспособленным под них, чем в США. Эти различия в правовых системах европейского и американского венчурного инвестирования существуют до сих пор.

Следующим отличием является то, что исторически европейские инвесторы были более склонны к вложению средств в активы с низким уровнем риска (например, облигации), тогда как венчурные инвестиции всегда связаны с повышенными рисками. Поэтому европейцам понадобилось некоторое время, чтобы приспособиться к новой системе финансирования биз-

неса. Но все же вплоть до сегодняшнего дня в Европе наблюдаются предпочтения финансировать более поздние стадии развития бизнеса, когда риски уже не так высоки [Малашенкова, 2008].

В последнее десятилетие XX века среди европейских стран, занимающихся венчурными инвестициями, лидировали Великобритания и Нидерланды. Ввиду отсутствия развитых фондовых рынков для молодых инновационных фирм, таких, как американский NASDAQ, венчурное финансирование в Европе было больше ориентировано на фирмы, находящиеся в традиционных секторах или на более поздних стадиях развития. Важно отметить, что в Европе государственная поддержка венчурной деятельности была и по сей день остается довольно активной. С 1982 года на территории Европы функционирует European Venture Capital Association – Европейская ассоциация венчурных фондов, которая различными способами поддерживает привлекательность европейского рынка венчурных и инвестиций.

### *Израиль*

Становление системы венчурного финансирования в Израиле началось с 1990-х годов [Avnimelech, 2009]. Ключевым центром венчурных инвестиций здесь является город Тель-Авив, который по данным на июль 2015 года является одной из главных экосистем для развития стартапов, занимающей пятое место в мире [[http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The\\_Global\\_Startup\\_Ecosystem\\_Report\\_2015\\_v1.2.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The_Global_Startup_Ecosystem_Report_2015_v1.2.pdf)]. На сегодняшний день в Израиле действует около 4200 технологических стартапов, которые в основном ориентированы на корпоративные ИТ, безопасность и сетевые технологии.

Благодаря высокоразвитому венчурному рынку Израилю удалось завоевать репутацию одного из наиболее сильных и влиятельных участников мирового рынка венчурного финансирования. Количество капитала в национальной экосистеме велико на каждой стадии развития бизнеса. При этом 47% инвестиций в израильские стартапы делают иностранные инвесторы, что, несомненно, оказывает положительное влияние на развитие данной сферы. Основными рынками сбыта для израильских стартапов являются США, Китай и Индия. Важно отметить, что ввиду особенностей национального состава (большая часть населения – мигранты) в стране преобладает особая предпринимательская культура. Местные предприниматели, в том числе бизнес-ангелы и венчурные капиталисты, как правило, более склонны к риску, в отличие от своих европейских коллег [Wonglimpiyarat, 2016].

Кроме того, в отличие от европейской системы государственной поддержки финансирования стартапов и развития инноваций, израильская система, хотя и поддерживает систему венчурных инвестиций, тем не менее вмешивается в рыночные процессы не слишком активно, что способствует развитию венчурного финансирования. Хорошим примером является запущенная в начале 1990-х годов программа государственно-частного партнерства Yozma, в ходе которой было создано 10 новых венчурных фондов с государственным участием и один полностью государственный фонд. Эта система способствовала успешному развитию венчурной экосистемы в стране [Ладуба, 2012].

### *Страны Юго-Восточной Азии*

Рынок Юго-Восточной Азии намного моложе и американского, и европейского, при этом его развитие идет весьма стремительными темпами [Bruton, Ahlstrom and Yeh, 2004]. Наиболее активным с точки зрения венчурных инвестиций центром является Сингапур. Известный как один из ключевых мировых финансовых центров, он все чаще выступает в качестве площадки для создания стартапов в Юго-Восточной Азии.

Начиная с 1980-х годов в Сингапуре начали активно развиваться компании, финансируемые с помощью венчурных фондов и бизнес-ангелов [Zhao, Hwang and Yu, 2004]. По данным на 2015 год Сингапур входит в топ-10 лучших экосистем мира для развития предпринимательства [[http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The\\_Global\\_Startup\\_Ecosystem\\_Report\\_2015\\_v1.2.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The_Global_Startup_Ecosystem_Report_2015_v1.2.pdf)]. Особую роль в столь стремительном развитии Сингапура сыграла

государственная поддержка развития стартапов, которая предусматривает налоговые льготы для развивающихся компаний и инвесторов, финансирующих их, что увеличивает привлекательность региона практически для любой сферы бизнеса. Удобное географическое расположение Сингапура позволяет местным стартапам строить тесные взаимосвязи с активно развивающимися азиатскими рынками, а также получать выгоды от постоянного доступа к потребителям товаров и услуг, которыми, в том числе, могут выступать крупные многонациональные корпорации, имеющие свои представительства в финансовом центре Азии. Довольно активным центром развития бизнеса в регионе является также Куала-Лумпур, обладающий одной из самых динамичных экосистем в мире. Основными потребителями товаров и услуг, производимых стартапами из Сингапура и Куала-Лумпура, являются Индонезия, Малайзия, Китай и США.

Таким образом, видно, что на сегодняшний день в ряде стран сформировалась хорошо развитая и успешно функционирующая венчурная экосистема. Становлению системы венчурного финансирования в России свойственны некоторые особенности, связанные в том числе с относительно недавним переходом страны к рыночной экономике и сложившимися отношениями между бизнесом и властью. Рассмотрим их более подробно.

### Становление венчурной экосистемы в России

На отечественном рынке первые случаи инвестиционных сделок, положивших начало развитию инновационной экосистемы, были связаны с запуском EBRD (European Bank for Reconstruction and Development). Приватизация и повышение открытости финансового сектора в России позволили иностранным инвесторам начать более активные вложения в российские компании. EBRD считался самым активным инвестором в первые годы становления рыночной экономики, его активная работа способствовала созданию инновационной системы в Российской Федерации. В основном EBRD вкладывался в развитие небольших или средних (200–5000 сотрудников) компаний в сфере производства, но в сфере хай-тек банк был практически не заинтересован [[http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402\\_RVC\\_EY\\_venture\\_markets\\_RU.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_RVC_EY_venture_markets_RU.pdf)].

Начиная с декабря 1992 года еще одним активным участником развивающегося в России инновационного рынка стала МФК (Международная финансовая корпорация). Основными целями корпорации были вложения в частный сектор развивающихся стран для создания новых рабочих мест, обеспечения налоговых поступлений, помощи в развитии местных сообществ и экономики в целом. Помимо этого, посредством международной деятельности МФК был положен старт новой инвестиционной программы между двумя странами – Россией и Соединенными Штатами Америки, и на основе нее создан Инвестиционный фонд США – Россия с капиталом \$440 млн. Таким образом, к III кварталу 1997 года в России насчитывалось уже 26 работающих инвестиционных фондов с совокупным капиталом в \$1,5 млрд [Гулькин, 2003].

Стоит отметить, что как EBRD, так и МФК лишь косвенно участвовали в становлении российского рынка венчурных инвестиций, больше ориентируясь на развитие инвестиционных процессов в целом. Однако уже с 1994 года были образованы 11 венчурных фондов в регионах с капиталом от \$11–30 млн, которые вкладывали средства не только в уже существующие средние или крупные компании, но и в отечественные стартапы. И только весной 1997 года при поддержке государства была создана организация, прямо ориентированная на развитие российской венчурной экосистемы, – РАВИ (Российская ассоциация венчурного инвестирования).

Именно благодаря деятельности РАВИ рынок венчурных инвестиций в России начал свое активное развитие, и постепенно стали появляться новые венчурные фонды, которые в основном принадлежали крупным банкам и другим финансовым учреждениям. Но вскоре этот процесс встретил ощутимое препятствие – кризис 1998 года, после которого и без того молодой венчурный рынок России был отброшен на несколько лет назад, а более половины функционирующих тогда венчурных фондов прекратили свое существование. Это обстоятельство, а

также понимание важности развития системы венчурного финансирования в стране привели к тому, что в 1999 году Правительством Российской Федерации была разработана стратегия об «Основных направлениях развития внебюджетного финансирования проектов с высокой степенью рисков (системы венчурного финансирования) в научно-технической сфере на 2000–2005 годы» [[http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402\\_RVC\\_EY\\_venture\\_markets\\_RU.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_RVC_EY_venture_markets_RU.pdf)]. Таким образом Российское правительство заявило о своих целях по развитию системы венчурного финансирования.

Начиная с 2000 года по инициативе РАВИ было организовано ежегодное проведение специализированных ярмарок, на которых местные проекты имели возможность представить свои продукты и услуги на всеобщее обозрение, познакомиться с инвесторами, представителями бизнеса и государства, коллегами из других стартапов, а также получить финансирование. Результатом налаживания взаимодействия бизнеса и власти стал заметный рост рынка венчурных инвестиций. Несмотря на то что по объему и количеству вложений в акционерный капитал стартапов страна была крайне далека от развитых рынков США и Европы, уже наблюдались определенные положительные тенденции в этой сфере. Ключевой отраслью для венчурных инвестиций в России стали ИТ-компании и предприятия потребительского сектора.

С начала 2005 года Министерство экономического развития Российской Федерации начало активное создание региональных фондов по развитию малых предприятий в научно-технической сфере, которых было создано около 20. В 2006 году Правительство России решило создать ОАО «РВК», основной деятельностью которой поначалу считалось управление созданными МЭР региональными фондами. Ввиду особенностей государственной политики государство играло ключевую роль в формировании рынка венчурных инвестиций в стране. По инициативе властей в период с 2004 по 2009 год были созданы основные государственные институты развития для улучшения экономической ситуации, развития предпринимательства и бизнеса, повышения спроса на инновации и усиления внимания общества к развитию рынка. И сегодня на российском рынке венчурных инвестиций функционируют такие институты, как РАВИ, «ОАО РВК», Фонд «Сколково», ОАО «РОСНАНО» (первоначально – ГК «Роснотех») и «ФРИИ» (Фонд развития интернет-инициатив).

В последние годы сфере венчурного финансирования в России уделялось достаточно активное внимание со стороны государства. Это отражалось и в хорошей финансовой поддержке, и в наличии общей ориентации на активное развитие данного сегмента, отраженной в Стратегии инновационного развития Российской Федерации до 2020 года [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 08.12.2011 № 2227-р «Об утверждении Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года»]. Но несмотря на это, в 2015 году в России наблюдался спад венчурного финансирования, в том числе за счет снижения активности иностранных инвесторов. В частности, показатели объемов венчурных сделок были снижены более чем на 50% по сравнению с предыдущим годом [<http://www.pwc.ru/ru/technology/assets/e-money-tree-rus-2016.pdf>]. Наибольшим образом это было связано с внешнеэкономическими факторами и нестабильной экономической ситуацией в России, влияющей на ожидания иностранных и отечественных инвесторов. Но сложившаяся ситуация также показала существующие внутренние проблемы в данной сфере.

Таким образом, видно, что в России система венчурного финансирования уже прошла начальный этап своего становления. Сформированы и функционируют организации, занимающиеся поддержкой и развитием венчурной экосистемы, как и в странах с развитой венчурной экосистемой. Имеются и инвесторы, и предприятия, формирующие спрос на продукцию венчурных компаний. Существуют и правительственные инициативы по развитию венчурного инвестирования. В то же время нельзя считать, что эта сфера лишена проблем и недостатков. Как показал предыдущий анализ развитых мировых венчурных рынков, они являются намного более успешными, чем российский. А последнее снижение объема инвестиций, наблюдавшееся в венчурной сфере, позволило лучше увидеть актуальные проблемы, присущие ей. Именно на их анализ направлено исследование, предлагаемое в данной работе.

## Актуальные проблемы российского рынка венчурных инвестиций

Исследование, направленное на выявление основных факторов, препятствующих развитию венчурной экосистемы в Российской Федерации, было проведено на основе глубинного интервью с некоторыми ключевыми фигурами российской венчурной экосистемы – представителями инвестиционных и венчурных фондов, государственных институтов развития, бизнес-ангелами, а также иностранным экспертом по венчурным инвестициям. Таким образом, участники исследования в своей профессиональной деятельности непосредственно связаны с венчурными инвестициями не только в России, но и за рубежом. Среди таких экспертов:

- Павел Морозов – на момент интервью инвестиционный директор департамента венчурных инвестиций «ВТБ Капитал», сейчас – CFO и инвестиционный директор в RBV Capital – венчурный фонд, инвестирующий в инновационные биомедицинские проекты.
- Павел Черкашин – генеральный партнер и основатель венчурного фонда Vestor.In Partners, специализирующегося на финансировании стартапов в сфере потребительских онлайн сервисов на ранних стадиях развития.
- Владимир Сакович – директор «Сколково Foundation» (Фонда развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий).
- Гульнара Биккулова – директор Департамента инновационных рынков, член правления ОАО «РВК», руководит программами повышения спроса на российскую инновационную продукцию и российские инновационные компании.
- Дмитрий Калаев – директор акселерационных и образовательных программ ФРИИ, сооснователь Go Valley и управляющий партнер в RedButton Venture Capital.
- Дмитрий Ставиский – CEO LinguaLeo, до 2014 года – вице-президент по международному развитию и технический директор Evernote.
- Аард Гроен – профессор инновационного предпринимательства в Университете Твенте (Нидерланды), профессор предпринимательства в Университете Гронингена (Нидерланды), CEO акселератора VentureLab, Гронинген (Нидерланды).

Интервью проводились в период с августа по ноябрь 2015 года. Эксперты ответили на девять открытых вопросов, касающихся ситуации на рынке венчурных инвестиций в России и перспектив их развития. В результате полученные в ходе интервью экспертные оценки позволили выделить основные проблемы, присущие российской венчурной системе, и сформировать рекомендации, отражающие возможные направления работы по их преодолению.

### Текущая ситуация на российском венчурном рынке

Экспертные мнения, озвученные в ходе глубинного интервью, прежде всего позволили более точно охарактеризовать текущую ситуацию, сложившуюся на российском венчурном рынке. Сегодня этот сегмент национальной экономики находится в сложной ситуации, и для этого есть несколько причин. Ниже приведем наиболее важные из них.

**Усиление негативного отношения инвесторов, как отечественных, так и зарубежных, к российскому инвестиционному рынку.** Начиная с 2000 года венчурный рынок развивался максимально активно за счет экономики ожиданий: приток капиталов и идей был большим. Это произошло тогда, когда в России под эгидой РВК стали массово создаваться венчурные фонды с государственным участием, региональные фонды и другие институты развития. Даже в последние семь лет, несмотря на кризис 2008 года и иные общеэкономические проблемы, финансирование было довольно большим, в особенности со стороны государства. Но сегодня ожидания по ряду проектов подходят к концу. При этом некоторые проекты оказались неуспешными и принесли убытки инвесторам либо были проданы не так дорого, как планировалось. Соответственно, объемы финансирования от государства, равно как и вложения

частного капитала, стали заметно сокращаться. Это первая причина негативного отношения к российскому инвестиционному рынку.

Второй важной причиной снижения интереса инвесторов к венчурному рынку оказался экономический спад, наблюдающийся в последнее время. На фоне негативных изменений в экономике ожидания инвесторов также претерпели существенные изменения.

Третья причина связана с разрастающимся огосударствлением российской экономики и в том числе – сферы венчурного финансирования, а также с сокращением конкуренции и свободы предпринимательства. Например, планируемая ФАС принудительная передача в руки государства патентов инновационных российских компаний, величина спроса на изобретения которых превышает величину предложения на рынке, и другие реалии российской инновационной сферы, несомненно, сказываются на переоценке рисков и желании инвесторов вкладывать средства в российские проекты.

Из-за этих проблем, а также из-за повышения рисков во всей российской экономике большинство западных фондов либо уже ушло с рынка, либо идет к этому. На рынке наблюдается накопленная усталость инвесторов и их большие сомнения относительно будущего венчурного рынка. Поэтому частные инвесторы стали намного консервативнее: «Когда вы не понимаете, что будет происходить с валютой и экономикой, вкладываться в венчурное предпринимательство страшно; многие предпочитают сидеть в кэше» (В. Сакович). У западных игроков отношение к российским проектам стало настороженным, поэтому наиболее вероятным сценарием для России в ближайшие годы будет стремление обходиться своими силами. Основными источниками капитала теперь станут местные предприниматели, желающие реинвестировать свои деньги и принять участие в новых проектах, институты развития, без средств которых российским компаниям будет трудно обойтись, и крупный частный капитал.

**Проблемы деятельности российских институтов развития.** Деятельность государственных институтов по развитию венчурной экосистемы у экспертов не всегда вызывает одинаковые оценки. При этом отмечают как сильные стороны в работе таких институтов, так и слабые, препятствующие успешному становлению национальной венчурной экосистемы.

Так, например, относительно российской Кремниевой долины «Сколково» у экспертов сегодня нет единого мнения. Некоторые из них отмечают, что «Сколково» – это успешный проект, при создании которого было учтено множество ошибок относительно более ранних институтов. И во многом благодаря деятельности «Сколково» государству сегодня удастся поддерживать развитие и нормальное функционирование венчурной экосистемы в стране, возвращать культуру предпринимательства и стартапов. Но в то же время его деятельности присущ и ряд проблем. Например, серьезным недостатком является слишком большая доля отчетности и чрезмерно высокое участие государства в делах, касающихся финансирования проектов, что мешает нормальному функционированию венчурных предприятий. По мнению же П. Черкашина, опыт создания «Сколково» неудачен даже в плане общей идеологии, поскольку «обладая ресурсами и технологиями, они так и не смогли сформулировать, что есть их продукт и чем они занимаются», что, несомненно, является стратегической ошибкой руководства и влечет за собой негативные последствия как минимум в виде чрезмерной траты государственных средств.

Другой крупный институт – РОСНАНО, по мнению представителей бизнеса, является неудачным проектом, так как еще на стадии его разработки было совершено много ошибок. К тому же, было отмечено, что размер инвестиций на развитие РОСНАНО был несоразмерен с возложенными на организацию задачами – финансирование было чрезмерно большим для поставленных задач, а потраченные деньги можно было использовать намного более эффективно. «Сама идея государства по созданию такого рода института правильная, но воплощение хромало», – отметил П. Морозов. Но в то же время сами представители государственных компаний утверждают обратное: РОСНАНО, по их обобщенному мнению, – проект качественный и действительно способствующий должному развитию nanoиндустрии в стране и поддержке нанотехнологических проектов.

По поводу другого института развития – РВК – большинство экспертов сошлось во мнениях, считая этот проект успешным. Так, по словам Г. Биккуловой: «РВК был задуман как ключевой институт в развитии венчурной экосистемы, и со своими задачами он успешно справляется уже несколько лет». Д. Калаев акцентировал внимание на том, что РВК всячески помогает функционированию других институтов развития, а также венчурным фондам. Однако о самой идее создания РВК положительно отзываются в основном представители самой организации и связанных с ней институтов, тогда как мнение представителей бизнеса несколько другое. В частности, венчурный инвестор П. Черкашин отметил не только плюсы, но и (довольно категорично) минусы этой организации. По его мнению, РВК был успешным, пока занимался инвестированием в фонды, но затем эффективность его деятельности снизилась из-за чрезмерного государственного вмешательства в дела компании.

О ФРИИ все респонденты отзывались положительно, что эмпирически подтверждается высоким качеством работы данного института. Помимо построения венчурной экономики эта организация всячески способствует становлению качественной инфраструктуры для развития малого бизнеса в целом, что, несомненно, важно ввиду наличия инфраструктурных проблем в данном секторе.

Мнение эксперта «со стороны» А. Гроена хорошо обобщает точки зрения, высказанные российскими специалистами по поводу институтов развития: «Все эти организации [«Сколково», РВК, РОСНАНО, ФРИИ] близки к политическим силам, и это очень важно. В Нидерландах такая связь тоже наблюдается. Но и вашей, и нашей стране нужно как-то модифицировать эту связь, чтобы она приносила пользу, а не мешала развитию институтов». Таким образом, профессор подчеркнул, что инициатива по созданию государственных институтов развития, несомненно, важна для венчурной экосистемы и экономики страны в целом, но существующие проекты для наиболее эффективного функционирования требуют серьезных доработок.

### Основные проблемы российской венчурной экосистемы

Как было показано выше, текущая ситуация на российском венчурном рынке далека от идеала. О причинах этого явления эксперты высказали различные мнения, но в целом большинство из них акцентировали внимание на одних и тех же аспектах. Полученные экспертные оценки позволили выделить ключевые проблемы, мешающие эффективному развитию системы венчурного финансирования в Российской Федерации.

1. Отсутствие свободы конкуренции во многих отраслях как оборотная сторона огосударствления экономики. Фактически свобода конкуренции в инновационной сфере сегодня по-прежнему существует только в таких сферах, как Интернет и e-commerce: здесь функционируют исключительно коммерческие игроки, играющие по рыночным правилам. Что касается высоких технологий, то компаниям очень часто приходится работать с государственными корпорациями в качестве заказчиков, и это сильно замедляет процессы, связанные с инновационной деятельностью. Это обусловлено тем, что при финансировании или даже небольшом софинансировании государством компаниям требуется предоставлять большое количество отчетов о расходовании средств, что, несомненно, отнимает много времени и усложняет работу по основному направлению деятельности.

Кроме того, высокая конкуренция в венчурной экосистеме должна присутствовать абсолютно на всех уровнях: начиная с венчурных фондов и заканчивая юридическими компаниями, занимающимися решением корпоративных вопросов и проблем. В России же такой конкуренции пока не наблюдается, что не способствует эффективному развитию инновационной сферы, поскольку каждое отдельное звено системы при отсутствии конкуренции не проявляет должного стремления к улучшению качества своей деятельности. В то же время, например, успехи американского венчурного рынка эксперты связывают прежде всего с высокой конкуренцией, свойственной ему: «Котел, в котором уровень конкуренции доведен до крайности», – говорит П. Черкашин об американской Кремниевой долине.

2. Отсутствие «выходов». «Выход» стартапа – это, по сути, его продажа. И здесь отечественная венчурная система сталкивается с весьма серьезной проблемой, которая заключается в крайне низком спросе на стартапы. Традиционно покупателями стартапов являются более крупные компании, которым необходимо развитие. Наиболее простым способом для этого является покупка и интеграция в состав материнской компании молодой компании. Но чтобы для бизнеса находились покупатели, экономика должна быть конкурентной: с точки зрения экономической теории, только в конкурентной экономике крупные игроки заинтересованы в том, чтобы поддерживать свою конкурентоспособность.

Как отмечалось выше, российской венчурной системе свойственна крайне низкая конкуренция во всех сферах. Не обошла эта проблема стороной и потенциальных покупателей инновационного бизнеса. В России сегодня многие сегменты монополизированы, поэтому о конкуренции, а значит, и о стремлении к развитию, здесь говорить не приходится. Например, крупные окологосударственные корпорации («Газпром», «Роснефть» и проч.) не заинтересованы в поддержании конкуренции, так как априори являются монополистами на рынке, а значит, не предъявляют сколько-нибудь серьезный спрос на инновации. Во время пика активности венчурных фондов в стране западные компании показывали относительно высокий спрос на российские проекты, со стороны же российских компаний спрос был вялым. Исключение составляли интернет-компании, например, Яндекс или Мэйл.ру, которые сначала закупают стартапы в России, а затем перестали это делать. В настоящее время спрос со стороны большинства российских компаний так и не появился, а Мэйл.ру, например, теперь закупает стартапы в Израиле или США.

На этот счет П. Черкашин высказался следующим образом: «Государство начало заботиться о венчурной экосистеме: стали больше денег вкладывать в стартапы. Их количество увеличилось, а продавать все равно некуда». Очевидно, он имел в виду, что крупные российские компании не заинтересованы в приобретении стартапов, так как их деятельность и без инноваций приносит достаточно высокие прибыли, а отсутствие конкуренции на рынке явно не подталкивает стремление компаний развиваться за счет внедрения инновационных технологий.

Кроме того, российские стартапы относительно слабы и для выхода на IPO. Во-первых, крайне мало российских инновационных компаний приносят прибыли, достаточные для выхода на биржевой рынок. Во-вторых, для того, чтобы акции развивающейся компании были приобретены инвесторами, эта компания должна быть на слуху, а в России таких успешных инновационных компаний практически нет. К тому же и сам фондовый рынок в Российской Федерации достаточно небольшой. Например, в США высокотехнологичные компании могут успешно выйти на NASDAQ, в России же хорошего аналога такой площадки нет и, соответственно, возможностей для привлечения капитала на недостаточно развитом фондовом рынке значительно меньше.

3. Недостаток спроса на продукцию инновационных компаний. Современный российский венчурный рынок страдает от недостатка спроса на продукцию или услуги малых инновационных фирм, что обусловлено как его внутренней ориентацией, так и низкой конкуренцией среди потенциальных покупателей венчурных фирм. «Отсутствие спроса – это основной негативный фактор», – утверждает П. Черкашин. Как показывает опыт наиболее развитых мировых венчурных экосистем, именно наличие спроса на инновационные продукты является одним из самых значимых стимулов для развития.

Чтобы стартап был привлекательным для инвесторов, он должен быть ориентирован на крупные рынки, которые предъявляют высокий спрос на инновационную продукцию или услуги. Например, фактически все стартапы из Кремниевой долины ориентированы на Америку, Европу или Азию – наиболее активных участников инновационного процесса в мире. «Хорошим примером является Израиль. Его рынок настолько маленький, что если компания будет ориентироваться только на него, она не выживет» (В. Сакович). При этом израильские венчурные компании не ощущают проблем со

спросом на свою продукцию, поскольку ориентируются на рынки крупнейших стран, где взаимодействие с компаниями налажено достаточно хорошо.

Российские же венчурные компании зачастую ориентируются только на отечественный рынок – внешне большой, но не предъявляющий большого спроса на инновационные проекты. Тем самым они очень сильно ограничивают спрос на свою продукцию. Возможной причиной этого, по мнению экспертов, является языковой барьер, существующий среди российских предпринимателей, а также некоторые особенности национальной экономики: например, степень государственного вмешательства, уровень коррупции, налоговые льготы и тарифы и т.д. «Венчурная экономика будет развиваться активно тогда, когда в ней будет потребность» (П. Черкашин). Сейчас в России, ввиду отсутствия спроса на продукцию инновационных предприятий, такой потребности не наблюдается.

4. Неправильная мотивация стартапов при высоком уровне вмешательства государства. Интересно отметить, что сами стартапы совершенно не заинтересованы в улучшении общей ситуации на рынке венчурных инвестиций в стране и нормализации работы системы государственной поддержки: важным для них является лишь получение требуемого объема финансирования. Из-за того что государство (например, «Сколково») и частные инвесторы предъявляют разные по своей сути требования, у стартапов создается неправильная мотивация. Государство требует в основном отчетности и заполнения бумаг в качестве основного показателя активной деятельности компании и использования государственных средств по назначению, а конечный результат для него не столь важен, тогда как для частных инвесторов роль играет лишь заработок через «выход» и, вероятно, пиар.

Как правило, получить финансирование от государства зачастую бывает гораздо проще, нежели от частных инвесторов: объемы денежных средств, выделяемых в рамках государственных программ, больше, а требования к качеству работы обычно гораздо ниже. Тем самым государственное финансирование, которое слишком явно себя проявляет, де-факто неправильно фокусирует стартапы на мнимую активность, а не на реальный «выход». Отсюда возникает целый класс стартапов, созданных изначально для привлечения государственных средств. Это серьезная проблема для рынка венчурных инвестиций в стране, поскольку подобные проекты, изначально не ориентированные на развитие и рост капитализации, не создают требуемой доходности, а также ухудшают статистику по эффективности вложений в стартапы.

Кроме того, принципы российского законодательства все еще не позволяют венчурным фондам быстро «списывать» неэффективные проекты, особенно если в качестве одного из инвесторов выступало государство. Такая возможность позволила бы компаниям акцентировать внимание на успешных проектах, не тратя на некачественные проекты время, средства и человеческие ресурсы. Например, в Америке более выражена ориентация участников венчурной экосистемы именно на успешные проекты: даже если стартап не реализовался должным образом, а деньги были потеряны, то его стараются списать и заняться новым бизнесом. Напротив, если проект развивается, то все силы тратятся на его поддержку. В России же чрезмерно много сил и времени тратится на составление отчетов по выделенным средствам и анализ результатов деятельности даже заведомо неуспешных проектов, от чего страдает работа над успешными.

5. Качество предпринимателей. Российские предприниматели в большинстве своем не имеют достаточной квалификации и серьезного опыта по сравнению с западными коллегами. В российском обществе еще не сформировалась особая инновационная и предпринимательская культура, существующая в странах с развитой венчурной экосистемой. До сих пор ощущается влияние и советского прошлого, и переходного периода, которому также было свойственно отсутствие у населения цивилизованного и грамотного подхода к предпринимательской и инновационной деятельности. Например, в США именно особая предпринимательская культура способствует развитию венчурной индустрии: «Предпринимательство для них – это культ», – утверждает Г. Биккулова. В России же, ввиду более низкого уровня предпринимательской актив-

ности населения и отсутствия большого количества историй успеха, наблюдается явно недостаточное внимание к предпринимательству в целом. И под влиянием этого российская венчурная экосистема конечно же развивается медленнее, чем могла бы.

Тем не менее, по мнению экспертов, в последнее время все же наблюдается некоторый рост профессионализма как российских предпринимателей, так и инвесторов. Это может быть связано с процессами глобализации бизнес-сообществ, повышением уровня российского среднего и высшего образования, а также заинтересованностью граждан успехами иностранных коллег и методами их достижения. В последние годы наблюдается и рост качества отечественных венчурных проектов.

6. Отсутствие эффективной (аналогичной западной) корпоративно-правовой системы. Этот аспект тесно связан с особенностями российской правовой системы в целом. Российское статутное право не приспособлено под нужды венчурного типа финансирования, в отличие от западного прецедентного права. В Америке и в большей части мира, где хорошо развито венчурное финансирование, присутствует прецедентное право: применимость договоренностей формируется на основании судебной практики. Безусловно, такая система неидеальна, но она работает. В России же разрешается выполнять только то, что прописано в законе, а закон, конечно, не может покрыть все разнообразие венчурных форм отношений.

Тем не менее следует отметить, что проблемы с законодательством не являются слишком критичными. Например, В Сакович, представитель «Сколково», имеющий опыт работы как в государственных, так и частных компаниях, утверждает, что в процессе работы с инновационными компаниями он не замечал явных проблем с законодательством.

### **Рекомендации по решению текущих проблем в российской системе венчурного финансирования**

Анализ полученных экспертных оценок по проблемам, существующим в российской венчурной экосистеме, а также особенностей мирового опыта, позволил сформировать некоторые рекомендации по развитию системы венчурного финансирования в России, направленные на решение текущих проблем рынка.

1. Изменение характера государственной поддержки венчурных предприятий. Поскольку участие государства приводит к чрезмерной нагрузке на бизнес, связанной с подготовкой и предоставлением отчетности о выделенных средствах, возникает определенная коллизия: государство пытается помочь бизнесу, а бизнесу это не помогает, а иногда и вовсе мешает. Для решения этой проблемы следует изменить характер государственной поддержки в данной индустрии. Она должна состоять исключительно в поддержке экосистемы и предоставлении финансового плеча венчурным фондам. То есть государству следует способствовать развитию самой венчурной экосистемы, а не *участвовать* в управлении инвестиционным процессом и чрезмерно контролировать его. Хорошим примером здесь является инновационная политика США, где осуществляется масштабная и хорошо налаженная поддержка развития венчурных инвестиций еще на уровне университетов и колледжей, в том числе университетских бизнес-инкубаторов, акселераторов и студенческих стартапов.

При этом государство не должно конкурировать с инвесторами за стартапы. Венчурный капитал – по природе своей капитал частный, в противном случае система не будет функционировать должным образом. Поэтому следует сократить финансовое участие государства в функционировании венчурных фондов. Оптимальным для государства будет вкладывать в фонд не более 10–20% всех инвестиций в качестве ключевого инвестора, обеспечивая тем самым стабильность. Причем инвестировать в фонды лучше на ранних этапах развития, чтобы привлечь к ним внимание общественности и СМИ: о новом фонде ввиду его молодости и фактического отсутствия успешных проектов могут не знать ни стартапы, ни другие инвесторы.

2. Повышение конкуренции на всех уровнях. Крайне важным и наиболее сложным для исполнения является решение проблем, связанных с повышением конкуренции в сфере венчурного финансирования, а также смежных с ней, на всех уровнях венчурной экосистемы: среди стартапов, юристов, маркетологов, венчурных капиталистов и проч. На американском рынке конкуренция во всех сферах, смежных с венчурным финансированием, крайне высока: венчурные фонды борются за стартапы, стартапы – за венчурные фонды, юристы – за оказание услуг стартапам, маркетологи – за их продвижение на рынке. В России же фондов не так много, стартапов, за которые фонды могли бы бороться. – еще меньше, а маркетинг чаще всего считается пустой тратой средств. Именно повышение конкуренции поможет ускорить развитие рынка венчурных инвестиций, а также увеличить их популярность среди российских предпринимателей и капиталистов, тем самым увеличив как качество российских проектов, так и количество выходов компаний на IPO.

Отдельную важность имеет повышение конкуренции среди покупателей стартапов – недостаточный спрос на отечественном рынке сдерживает развитие данной сферы. И здесь, безусловно, следует обратить внимание на опыт зарубежных стран, где благодаря наличию высокой конкуренции среди потребителей инновационных продуктов ее стимулирование осуществляется преимущественно внутренними факторами, нежели активными вливаниями финансовых средств со стороны государства.

Именно на решение проблемы повышения конкуренции было бы лучше всего направить основную деятельность государственных структур: развивая венчурную экосистему глобально и стратегически, можно добиться ее последовательного стабильного развития, в то время как предоставление средств венчурным предприятиям без работы над венчурной экосистемой в целом вряд ли позволит обеспечить ее долгосрочное стратегическое развитие.

3. Повышение экономической грамотности населения и развитие культа предпринимательства. В связи с тем что в России явно наблюдается отсутствие такой развитой инновационной и предпринимательской культуры, как в странах с высокоразвитым венчурным рынком, следует уделить этому особое внимание. Улучшения в этой области будут иметь стратегический характер, поскольку им присуще долгосрочное влияние на развитие венчурного предпринимательства в целом.

Повышения экономической и предпринимательской грамотности населения, а также создания инновационной культуры можно добиться, например, введением в старшей школе специального предмета по «Основам предпринимательства», безусловно, включая в программу темы о венчурных инвестициях. Детям, у которых есть предпринимательская жилка, такие знания будут весьма полезны, а у других они будут способствовать повышению общей финансовой грамотности. Проводить подобные занятия можно в форме деловых игр и кейсов, чтобы дети уже по окончании школы были осведомлены об основах предпринимательства и экономики и не боялись заниматься бизнесом. В целом государство должно создавать культ предпринимательства посредством разного рода мероприятий и форумов более активно.

К сожалению, ввиду особенностей существующей правовой системы и сложившейся предпринимательской практики, большинство российских государственных управленцев уверены в том, что если проект не принес доход на инвестиции, то деньги были израсходованы неэффективно и виновного нужно найти и наказать. Тем не менее опыт функционирования венчурного финансирования за рубежом показывает, что потерять деньги на развивающемся проекте – это, конечно, не цель, но в какой-то мере плюс, ведь таким образом венчурный капиталист набирается опыта для более эффективной реализации последующих проектов. В этой связи государству нужно повышать культуру предпринимательства в целом и объяснять людям, что повышенный риск может приносить свои плоды, даже если не дает успехов сразу. Со временем можно воспитать новое поколение грамотных инвесторов, которые будут предпочитать инвестировать в венчурные компании на самых ранних стадиях развития, как это можно наблюдать, например, в США.

В долгосрочной перспективе государству следует заниматься приобщением будущего поколения управленцев к мировому опыту венчурного финансирования. Следует отметить, что сегодня в России уже есть молодое поколение людей с достаточно высоким уровнем образования, которые при должных условиях могут стать полноценными специалистами в сфере венчурного инвестирования. Поэтому уже сейчас можно, например, отправлять студентов или молодых сотрудников на стажировки в американские (израильские, европейские) стартапы, а также на обучение в иностранные университеты на программы VC для получения необходимых знаний и опыта.

4. Использование мирового опыта венчурного финансирования. Сегодня как никогда важно налаживать партнерство с ключевыми игроками мирового венчурного рынка. Например, на рынке США работают люди с огромным опытом в этой сфере – как позитивным, так и негативным, и крупнейшим в мире портфелем проектов. Они знают, с какими трудностями сталкиваются стартапы в процессе своего развития и как их можно преодолеть. В условиях развивающейся российской экономики такие знания крайне необходимы. Сейчас же на отечественном рынке историй успеха мало, а людей с таким опытом катастрофически не хватает. Соответственно, необходимо выстраивать систему получения такого опыта от зарубежных коллег. Но приглашать экспертов на разные форумы и конференции (например, «Открытые инновации», PGCONF, GenerationS и др.) недостаточно. Важно, чтобы опытные специалисты работали в России в течение какого-либо промежутка времени – год или больше, замечали какие-либо тенденции и могли предложить решения по развитию, а также передавали свои практические знания и навыки. И тогда, с учетом имеющегося опыта западных коллег, можно развивать национальную венчурную экосистему более стремительно и с меньшими потерями, избегая дополнительных ошибок, – что хорошо показал успешный опыт Европы, основанный на уроках, полученных при построении венчурной системы США.

Есть два варианта привлечения таких работников: с оплатой их труда частными компаниями – или государством. Если частный фонд оплачивает услуги такого специалиста, он становится более конкурентоспособным на рынке, так как умеет решать более серьезные задачи. В долгосрочной перспективе, если хотя бы часть фондов будет заниматься приглашением иностранных специалистов, которые будут решать определенные задачи, такой способ позволит развить конкуренцию среди них, что положительно скажется на индустрии в целом. С другой стороны, если непосредственно государство приглашает подобных сотрудников, то могут образоваться положительные внешние эффекты, влияющие на состояние всех венчурных фондов в стране. В любом случае такой метод окупится в среднесрочной или долгосрочной перспективе.

5. Совершенствование законодательной базы. Еще одним важным шагом для повышения эффективности функционирования венчурной системы в России является совершенствование законодательной базы. Большую помощь развитию венчурной экосистемы оказало бы ее постепенное приспособление под нужды венчурных инвестиций. И движение в этом направлении уже идет. В частности, опционы для сотрудников [<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=177289>] – важный финансовый инструмент, помогающий в развитии стартапов, указом Банка России от 16 февраля 2015 года № 3565–У «О видах производных финансовых инструментов» были введены в список ПФИ, используемых в корпоративном секторе Российской Федерации. Теперь российские сотрудники имеют право получать в качестве дополнения к заработной плате или мотивации к работе в развивающейся компании опционы на будущие акции этой компании, обеспечение которых гарантировано государством (раньше это было возможно только на основе юридически не закрепленной рискованной договоренности между сотрудниками и учредителями). Для компаний, финансируемых частным капиталом, это нововведение стало несомненным плюсом, так как позволило развиваться более эффективно ввиду более высокой мотивации сотрудников. Внедрение такого рода законодательных доработок, безусловно, будет способствовать ускоренному развитию венчурной экосистемы в целом. И за основу возможных направлений работы здесь можно использовать богатый опыт зарубежных государств,

которые, пройдя путь многочисленных успехов и неудач, могут являться хорошим образцом законодательных решений в данной сфере.

Помимо этого, следует акцентировать внимание на неприкосновенности частной собственности, в этой сфере у российских бизнесменов часто возникают проблемы, особенно в условиях столь нестабильной экономической ситуации в стране. Важным моментом является также предлагаемая инициатива по приватизации патентов компаний ФАС: если она вступит в законную силу, это, безусловно, отпугнет иностранных инвесторов, и без того настороженно относящихся к инвестициям в российские проекты. В результате данная мера будет способствовать перемещению отечественных инновационных компаний за рубеж.

Выявленные в ходе анализа проблемы являются глубоко структурными, а предложенные выше рекомендации направлены на улучшение самого механизма государственного стимулирования венчурного финансирования, как основного инструмента развития инноваций. Подобного рода изменения могут быть проведены лишь посредством совместных усилий государства и бизнеса. Тем не менее роль государства в решении данных проблем первостепенна, так как вопросы, связанные с изменениями законодательства, образования, политики в сфере инноваций и повышения конкуренции находятся в исключительной компетенции государства.

По мнению авторов, в случае, если государственные организации продолжают следовать имеющейся политике в инновационной сфере и будут игнорировать наличие явных проблем, замедляющих развитие венчурного рынка страны, а также если будет наблюдаться дальнейшая реализация курса на скрытую национализацию частного бизнеса, то вкупе с нестабильной макроэкономической ситуацией в лучшем случае это приведет к снижению экономической активности населения, а в худшем – к потере занимаемого Россией положения на международной арене инновационных стран мира, что, несомненно, негативно скажется на общеэкономическом развитии страны.

## Выводы

Как было показано в ходе проведенного исследования, на сегодняшний день в российской венчурной экосистеме сложилась неоднозначная ситуация. С одной стороны, в государственных фондах или корпорациях, а также среди людей, которые напрямую с ними связаны, сложилось мнение, что в венчурной системе России проблемы отсутствуют или их немного. В частности, средства выделяются, идет софинансирование проектов, создается инфраструктура, проводится активная поддержка экосистемы, отсутствуют проблемы с законодательством. Но приближенные к частным структурам специалисты (бизнес-ангелы, частные инвесторы) утверждают обратное и отмечают наличие целого ряда проблем: средства если и выделяются, то чаще всего используются неэффективно; законодательство не приспособлено к бизнесу; «выходов» стартапов и спроса на инновационный продукт нет.

В условиях же надвигающегося экономического кризиса и неблагоприятной макроэкономической обстановки крайне важно обратить внимание на проблемы в сфере венчурного финансирования. И поскольку ожидать серьезных финансовых вложений в данную сферу со стороны зарубежных инвесторов пока не приходится, работа над исправлением внутренних недостатков, присущих российской венчурной экосистеме, может стать одним из основных драйверов ее успешного развития в текущих, весьма непростых экономических реалиях.

И все же, несмотря на отмеченные проблемы, нельзя сказать, что ситуация на российском венчурном рынке однозначно плохая. За последние годы наблюдаются и положительные тенденции его развития – образованы и достаточно хорошо функционируют ряд государственных институтов, финансовая поддержка инновационной сферы также находится на хорошем уровне, можно наблюдать и зарождающийся интерес к сфере венчурных инвестиций со стороны бизнес-структур. Но сложившаяся затруднительная общеэкономическая ситуация сегодня ставит новые вызовы перед институтами развития венчурной сферы. Преодоление негативных факторов явно потребует больших усилий, чем требовалось ранее. И если государственные организации обратят пристальное внимание на внутренние проблемы и пред-

примут соответствующие меры, то вполне можно ожидать успешного преодоления как возникших временных трудностей, так и полноценного развития данной сферы в будущем.

### Список литературы

1. Аммосов Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков до современности. СПб.: Феникс, 2005.
2. Гулькин П.Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики // СПб.: Альпари СПб., 2003.
3. Инновационное предпринимательство: как работает венчурная «лестница» // Сборник статей. М.: ОАО «Российская венчурная компания», «Бизнес-журнал», 2010.
4. Карасева Д.Н. Венчурный капитал как источник финансирования инновационной деятельности субъектов малого бизнеса // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. 2011. № 1.
5. Ладуба Д.А. Израиль как пример успешного использования механизмов государственно-частного партнерства при запуске и развитии индустрии венчурного инвестирования // Экономические науки. 2012. № 6. С. 196–200.
6. Малашенкова О.Ф. Венчурное инвестирование: мировой опыт // Журнал международного права и международных отношений. 2008. № 1.
7. Нехорошева Л.Н. Государственно-частное партнерство как новая модель развития инновационной и венчурной деятельности // Экономічний вісник університету. 2013 № 1, т. 21. С. 40–50.
8. Угнич Е.А., Богуславский И.В. Развитие венчурной экосистемы: роль организационной культуры // Интернет-журнал «Науковедение». 2014. № 2.
9. Венчурные рынки [Электронный ресурс]: доклад РБК и EY. URL: [http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402\\_RVC\\_EY\\_venture\\_markets\\_RU.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_RVC_EY_venture_markets_RU.pdf) (дата обращения – 25.01.2016).
10. Венчурный рынок в России [Электронный ресурс]: доклад ФРИИ. URL: [http://www.iidf.ru/upload/frii/IIDF\\_StartTrack\\_report2015.pdf](http://www.iidf.ru/upload/frii/IIDF_StartTrack_report2015.pdf) (дата обращения – 20.01.2016).
11. Мировая стартап-экосистема [Электронный ресурс]: доклад РБК. URL: [http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The\\_Global\\_Startup\\_Ecosystem\\_Report\\_2015\\_v1.2.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The_Global_Startup_Ecosystem_Report_2015_v1.2.pdf) (дата обращения – 21.01.2016).
12. О видах производных финансовых инструментов [Электронный ресурс]: Консультант-Плюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=177289> (дата обращения – 27.01.2016).
13. Правовая среда венчурной деятельности [Электронный ресурс]: доклад РБК. URL: [file:///C:/Documents%20and%20Settings/TEMP/MICROSOFT-08E769.003/%D0%9C%D0%BE%D0%B8%20%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D1%83%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B/Downloads/pravovaya\\_sreda\\_venchurnoy\\_deyatelnosti.pdf](file:///C:/Documents%20and%20Settings/TEMP/MICROSOFT-08E769.003/%D0%9C%D0%BE%D0%B8%20%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D1%83%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B/Downloads/pravovaya_sreda_venchurnoy_deyatelnosti.pdf) (дата обращения – 23.01.2016).
14. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 08.12.2011 № 2227-р Об утверждении Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года [Электронный ресурс]: Собрание законодательства РФ. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_123444](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_123444) (дата обращения – 23.01.2016).
15. Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 30.12.2015) Об инвестиционных фондах [Электронный ресурс]: Собрание законодательства РФ. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_34237/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/) (дата обращения – 23.01.2016).
16. Avnimelech G., Schwartz D. (2009) Structural changes in mature Venture Capital industry: Evidence from Israel. *Innovation*, vol. 11, no. 1, pp. 60–73.

17. Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., (2014) *Investments*. McGraw-Hill.
18. Bruton G., Ahlstrom D., Yeh K.S. (2004) Understanding venture capital in East Asia: The impact of institutions on the industry today and tomorrow. *Journal of World Business*, vol. 39, no. 1, pp. 72–88.
19. Draper III W.H. (2011) *The startup game: inside the partnership between venture capitalists and entrepreneurs*. Macmillan.
20. Wonglimpiyarat J. (2016) Exploring strategic venture capital financing with Silicon Valley style. *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 102, pp. 80–89.
21. Zhao X., Hwang B.G., Yu G.S. (2013) Identifying the critical risks in underground rail international construction joint ventures: case study of Singapore. *International Journal of Project Management*, vol. 31, no. 4, pp. 554–566.
22. NASDAQ: web-site. Available at: <http://business.nasdaq.com> (accessed 20 January 2016).
23. PWC MoneyTree: report. Available at: <https://www.pwcmoneytree.com>. (accessed 20 January 2016).

## RUSSIAN VENTURE INVESTMENT MARKET: CURRENT PROBLEMS AND SOLUTIONS

Sergey Volodin,  
Senior Lecturer at the Department of Finance,  
National Research University Higher School of Economics,  
Faculty of Economic Sciences,  
Moscow, 119049 Shabolovka, 26/4, room 422. E-mail: [svolodin@hse.ru](mailto:svolodin@hse.ru)

Victoria Volkova,  
Intern, GVA Capital, 910 Broadway, San Francisco, California, 94133-4204, USA.  
E-mail: [vvolkova.me@gmail.com](mailto:vvolkova.me@gmail.com)

### Abstract

The study presented in the article is devoted to topical problems of the Russian venture capital market. Despite the fact that this area has good governmental funding presence of large development institutions, it can not be called successful today. The authors aim was to characterize the current state of the venture market in Russia, identifying the most important issues and forming recommendations for overcoming these problems.

Due to a lack of statistical data on the relatively young Russian venture market in-depth interviews with the experts were chosen as the main method of study. The data obtained by interviews allowed the authors to form a holistic view of the current situation in the venture capital market, determine and classify the main problems, as well as identify a number of areas of work on its further development.

The study shows that today, the Russian venture investment market is in a difficult situation due to many reasons. They are associated with external factors relevant to the Russian economy as a whole and with a number of internal problems. Working on the latter can certainly contribute to the successful overcoming of the situation and reaching a new level of functioning of venture capital ecosystem. The insights obtained in the work may be useful to various participants of the Russian venture market, as well as to a wide range of professionals associated with it, and will provide a deeper understanding of the key problems and possible ways out of them.

**Keywords:** the Russian venture market; innovative development; venture capital ecosystem; investments).

**JEL:** G24 G28

## References

1. Ammosov U.P. (2005) *Venchurnyj kapitalizm: ot istokov do sovremennosti* [Venture capitalism: from the origins to the present]. Saint Petersburg: Feniks. (in Russian)
2. Avnimelech G., Schwartz D. (2009), Structural changes in mature Venture Capital industry: Evidence from Israel. *Innovation*, vol. 11, no. 1, pp. 60–73.
3. Bodie Z., Kane A., Marcus A. J. (2014) *Investments*. McGraw-Hill.
4. Bruton G., Ahlstrom D., Yeh K.S. (2004) Understanding venture capital in East Asia: The impact of institutions on the industry today and tomorrow. *Journal of World Business*, vol. 39, no. 1, pp. 72–88.
5. Draper III W.H. (2011) *The startup game: inside the partnership between venture capitalists and entrepreneurs*. Macmillan, 2011.
6. Federal'nyj zakon ot 29.11.2001 № 156-FZ (red. ot 30.12.2015) «Ob investicionnyh fondah» [Federal law on 29.11.2001 № 156-FZ (as amended on 30.12.2015) «On investment funds»]. Available at: <http://base.garant.ru/70106124>.
7. Gul'kin P.G. (2003) *Venchurnye i prjamye chastnye investicii v Rossii: teorija i desjatiletie praktiki* [Venture and direct investments: theory and the decade of practice]. Saint Petersburg: Al'pari SPb. (in Russian)
8. Karaseva D.N. (2011) Venchurnyj Kapital Kak Istochnik Finansirovanija Innovacionnoj Dejatel'nosti Sub'ektov Malogo Biznesa [Venture capital as the funding source for the subjects of small business]. *Izvestija Sankt-Peterburgskogo universiteta jekonomiki i finansov*, vol. 1, no. 48.
9. Laduba D.A. (2012) Izrail'kak primer uspeshnogo ispol'zovanija mehanizmov gosudarstvenno-chastnogo partnerstva pri zapuske i razvitii industrii venchurnogo investirovanija [Israel as a example of successful use of public-private partnership at start-up and development of the venture capital industry]. *Jekonomicheskie nauki*, vol. 6, no. 91, pp. 196–200.
10. Malashenkova O.F. (2008) Venchurnoe investirovanie: mirovoj opyt [Venture Investment: Global Experience]. *Zhurnal mezhdunarodnogo prava i mezhdunarodnyh otnoshenij*, vol. 1, no. 1.
11. Mirovaja startup-jekosistema [Jelektronnyj resurs]: doklad RVK. [The global startup ecosystem [Electronic resource]: report of RVC]. Available at: [http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The\\_Global\\_Startup\\_Ecosystem\\_Report\\_2015\\_v1.2.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/The_Global_Startup_Ecosystem_Report_2015_v1.2.pdf) (accessed 21 January 2016).
12. NASDAQ [Electronic resource]: web-site. Available at: <http://business.nasdaq.com>.
13. Nehorosheva L.N. (2013) Gosudarstvenno-chastnoe partnerstvo kak novaja model' razvitija innovacionnoj i venchurnoj dejatel'nosti [Public-private partnership as a new model of development of innovation and venture activity]. *Ekonomichnij visnik universitetu*, vol. 21, no. 1, pp. 40–50.
14. O vidah proizvodnyh finansovyh instrumentov [Jelektronnyj resurs]: Konsul'tant pljus. [Types of derivative financial instruments [Electronic resource]: Consultant plus]. Available at: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=177289> (accessed 27 January 2016).
15. OAO «Rossijskaja venchurnaja kompanija» (2010) *Innovacionnoe predprinimatel'stvo: kak rabotaet venchurnaja «lestnica»* [Innovation entrepreneurship: how do the venture «stairs» work], Sbornik statej, Moscow: OAO «Rossijskaja venchurnaja kompanija», «Biznes-zhurnal».
16. Pravovaja sreda venchurnoj dejatel'nosti [Jelektronnyj resurs]: doklad RVK. [The legal environment of venture activity [Electronic resource]: report of RVC]. Available at: <file:///C:/Documents%20and%20Settings/TEMP/MICROSOFT/08E769.003/%D0%9C%D0%BE%D0%B8%20%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D1%>

83%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B/Downloads/pravovaya\_sreda\_venchurnoy\_deyatelnosti.pdf] (accessed 27 January 2016).

17. PWC MoneyTree [Electronic resource]: report. Available at: <https://www.pwcmoneytree.com>.
18. *Rasporyazhenie Pravitelstva Rossiiskoy Federatsii ot 08.12. 2011 № 2227-r «Ob utverzhdenii Strategii innovacionnogo razvitija Rossijskoj Federacii na period do 2020 goda»* [The disposal of the P. R. F. from 08.12. 2011 № 2227-R “On approval of strategy of innovative development of the Russian Federation for the period till 2020]. *Sobranie zakonodatel'stva RF*, no. 1.
19. Ugnich E.A., Boguslacsckij I.V. (2014) Razvitie venchurnoj jecosistemy: rol' organizacionnoj kultury [The development of the VC ecosystem: the role of organizational culture]. *Internet-zhurnal Naukovedenie*, vol.2, no. 21.
20. Venchurnye rynki [Jelektronnyj resurs]: doklad RVK i EY. [Venture markets [Electronic resource]: report of RVC and EY]. Available at: [http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402\\_RVC\\_EY\\_venture\\_markets\\_RU.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_RVC_EY_venture_markets_RU.pdf) (accessed 25 January 2016).
21. Venchurnyj rynek v Rossii [Jelektronnyj resurs]: doklad FRII. [Venture market in Russia [Electronic resource]: report of IIDF]. Available at: [http://www.iidf.ru/upload/frii/IIDF\\_StartTrack\\_report2015.pdf](http://www.iidf.ru/upload/frii/IIDF_StartTrack_report2015.pdf) (accessed 20 January 2016).
22. Wonglimpiyarat J. (2016) Exploring strategic venture capital financing with Silicon Valley style. *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 102, pp. 80–89.
23. Zhao X., Hwang B.G., Yu G.S. (2013) Identifying the critical risks in underground rail international construction joint ventures: case study of Singapore. *International Journal of Project Management*, vol. 31, no. 4, pp. 554–566.

## EXCHANGE TRADED FUNDS (ETF)<sup>1</sup>: HISTORY, MECHANISM, ACADEMIC LITERATURE REVIEW AND RESEARCH PERSPECTIVES<sup>2</sup>

**Evgeni B. Tarassov,**

*Phd candidate National Research University Higher School of Economics,*

*Department of Finance, Russia, 101100, Moscow, Myasnitskaya str. 20;*

*Head of Wealth Management Institute, Moscow, E-mail: [etarassovet@gmail.com](mailto:etarassovet@gmail.com)*

### Abstract

Prior to March of 2016, when the first exchange traded fund (ETF) on RTS was introduced, Russian investors' only option for investing in the domestic index was through a mutual fund. By contrast, the majority world stock exchanges have been giving their clients the option to invest in their leading domestic indexes not only via index mutual funds but also via exchange traded funds (ETF) since decades. Their absence and therefore the lack of familiarity with these funds might be one of the several reasons Russian investors have been willing to pay a premium for ETF investments through intermediaries relative to what they would pay investing directly. Large number of investors buy western ETF via mutual funds. The premiums Russian mutual funds charge for investing in ETFs translate on up to a 36% premium over a 10-year horizon, compared to buying the same ETF directly. This paper introduces to a broader Russian speaking community ETFs, one of the most important financial innovations of the last 20 years, and provides a survey of the research done in this field. This paper reviews the literature on ETFs and provides a brief history of ETFs and these funds' investment mechanism. In conclusion, some ideas for further research are suggested.

<sup>1</sup> ETF (Exchange-Traded Funds). The main difference from mutual funds: shares of an ETF are traded on a stock exchange like equity of any other listed company. Mutual fund units might be bought or sold only once per day.

<sup>2</sup>The author is very grateful to Anton Suvorov (HSE), my supervisor, who spent many hours in conversation, for his very valuable advice. Sergei Stepanov (HSE), Alexei Gorjaev (NES) and Andrei Simonov (Michigan State University) gave very important recommendations regarding the paper. The author is very thankful for their support.