

УДК 33 DOI: 10.14451/2.196.45

Особенности функционирования венчурного рынка в современных условиях

© 2024 **Коновалова Мария Евгеньевна**

Доктор экономических наук, профессор, директор института национальной и мировой экономики. Самарский государственный экономический университет, Самара, Россия.

E-mail: mkonoval@mail.ru

© 2024 **Жиронкин Сергей Александрович**

Доктор экономических наук, профессор, заместитель директора по научной деятельности института экономики и управления. Кузбасский государственный технический университет им. Т. Ф. Горбачева, Кемерово.

E-mail: zhironkin@tpu.ru

© 2024 **Агузарова Лариса Асланбековна**

Доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой финансов, бухучета и налогообложения. Северо-Осетинский государственный университет, Владикавказ, Россия.

E-mail: mkonoval@mail.ru

Ключевые слова: венчурные фонды, инвестиции, риск, стартап, венчурный рынок, финансирование, проект.

Статья посвящена исследованию актуальной проблемы функционирования венчурного рынка в России и за рубежом. Авторами раскрыты ключевые закономерности формирования и развития данного рынка как в нашей стране, так и в странах Европы, Америки и других государствах. Показаны отличительные черты становления венчурного рынка в России, что детерминирует его особенности в настоящий период времени. Доказана необходимость государственной поддержки венчурных фондов с целью роста их капитализации и расширения круга потенциальных партнёров. Обоснованы преимущества венчурного финансирования как одного из альтернативных источников инвестирования, что создает условия для качественного экономического роста.

Американский рынок венчурных инвестиций на сегодняшний день является самым развитым в мире. На венчурном рынке США присутствует разнообразие моделей инвестирования и организационных форм, которые инвесторы могут использовать для принятия решений и управления инвестициями. При этом инвесторов на американском рынке характеризует степень ответ-

ственности за результаты своих вложений, как следствие внедрения инноваций, увеличение производительности факторов производства, что в итоге сказывается на показателях экономики США в целом. Можно заметить тенденцию укрупнения институциональных венчурных инвесторов, вследствие чего растет средний объем вложений в каждый отдельный проект.

Причем, несмотря на пандемию коронавируса, пришедшую на 2020 год, объем венчурных инвестиций в США увеличился на 14% и составил рекордные 130 млрд долларов.

На европейском рынке продолжается эволюция условий осуществления венчурного инвестирования. Активное развитие венчурной индустрии здесь началось в 90-е годы XX века. За последние годы после кризиса 2014–2015 годов европейский венчурный рынок демонстрирует признаки улучшения. Изменилось отношение к венчурному рынку, венчурные инвесторы и венчурные капиталисты начали проявлять интерес и оптимистическое настроение. Однако на пути его развития все еще стоят слабая структура рынка, недостаток потенциальных возможностей расширения и низкая доходность венчурных инвестиций [6].

С целью догнать США и создать инновационный венчурный рынок в Европе Европейской Комиссией был разработан план финансовых действий. В основу была заложена идея создания единого инвестиционного банка, который аккумулировал бы в себе все инвестиции. Идея была реализована в виде создания Европейского инвестиционного фонда (EIF), своего рода фонд фондов, в который поступали средства не только частных инвесторов, но и государственных банков. К 2008 году он объединял в себе 266 венчурных фондов, общий капитал которых достигал пяти миллиардов долларов. Деятельность EIF отличалась широким спектром применяемых инструментов поддержки венчурного рынка: соинвестирование с бизнес-ангелами, вложения в инновационные проекты,

предоставление банковских гарантий, выделение микрогрантов, финансовая поддержка региональных инвестиционных программ с участием местных фондов [5]. Кроме того, Евросоюзом в 2014 году была запущена программа финансовой поддержки Horizon 2020 общим объемом в 80 миллиардов евро, не считая частных денег, средства которой должны были пойти на финансирование исследований и инноваций.

Созданный в Великобритании Enterprise Capital Fund (ECF) считается одним из успешных региональных проектов. Программа была запущена местными властями в 2005 году с целью привлечения дополнительных инвестиций в развитие высокотехнологичного бизнеса при недостатке средств на рынке. Развитие венчурного рынка в Финляндии осуществлялось с помощью программы государственно-частного партнерства – создан фонд поддержки инноваций SITRA, объединявший 99 отечественных компаний. Властям Люксембурга удалось за короткое время создать обширную экосистему финансирования инновационных венчурных проектов. Причем роль государства выражалась не только в источнике средств фондирования, но и в регулировании всего процесса. Развитие осуществлялось за счет создания фондов и в условиях государственно-частного партнерства. Например, был создан фонд Luxinnovation, объединяющий средства государственной поддержки и частные деньги. Программа оказалась успешной и привела к росту количества стартапов в стране.

Сравнительная характеристика развития венчурного капитала в США, Западной Европе и России представлена в таблице 1.

Таблица 1. Характеристики венчурного капитала в западных странах.

Показатели	США	Европа	РФ
	26% – ранняя стадия	23% – ранняя стадия	15% – ранняя стадия
Инвестируемые предприятия	41% – экспансия	52,8% – экспансия и развитие	85% – развитие (реструктуризация)
	10% – МВО, LBO	19% - МВО, LBO	
	22% – развитие	6% – прочие	

Продолжение на следующей странице

Таблица 1. Характеристики венчурного капитала в западных странах. (Продолжение таблицы)

Показатели	США	Европа	РФ
Специалисты у истоков	Предприниматели	Банкиры, бухгалтеры, аудиторы	Финансисты, ученые, выпускники вузов
Распространенная форма	Финансирование на ранней стадии развития бизнеса	Финансирование на поздней стадии развития бизнеса	Финансирование на поздней стадии развития бизнеса
Ядро финансовой системы	Рынок ценных бумаг, NASDAQ	Банки	Банки
Распространенный вид финансирования	Покупка обыкновенных или привилегированных акций, конвертируемые займы	Вклад в уставный капитал, заем на пополнение оборотных средств	Вклад в уставный капитал, заем на пополнение оборотных средств
Подход	Отраслевой	По форме приложения	По форме приложения
Налогообложение, адаптированное к венчурной индустрии	Да	Нет	Нет
Популярный выход	IPO	IPO, MBO, LBO, продажа СИ	Продажа СИ
Наличие инфраструктуры для инвестирования	Да	Нет	Нет
Неблагоприятный деловой климат, несовершенство законодательства, небольшое финансирование в долгосрочном периоде	Нет	Нет	Да

Источник: составлено авторами.

Российский венчурный рынок находится все еще на начальной стадии развития. По сравнению с западными представителями, большинство проектов на российском рынке малы по своему объему. Многие проекты отсеиваются на этапе экспертизы по причине высоких потенциальных издержек. Существенным фактором, сдерживающим развитие российского венчурного рынка, является слабая развитость информационной инфраструктуры. Большинство проектов на российском рынке технически не проработано [2].

Если сравнивать эти три модели устройства рынка венчурного капитала, то можно сказать, что российская модель ближе к европейской, нежели к американской. На отечественном рынке важную роль играет военно-промышленный

комплекс, объединяющий лучшие интеллектуальные, трудовые и материально-технические ресурсы. Переориентирование научных и технических достижений ВПК на производство инновационного продукта способно улучшить инновационную деятельность в стране. Также, в силу отсутствия широкого круга обеспеченных и квалифицированных инвесторов, готовых взять на себя роль бизнес-ангелов, государственная поддержка венчурного инвестирования имеет первостепенное значение.

Как уже было сказано, венчурное финансирование возникло как способ развития инноваций, начало свое оно берет в США примерно в 40-х годах XX столетия в период холодной войны с СССР, когда появилась острая необходимость в наращивании технологического и экономиче-

ского преимущества в борьбе с соперником [4]. Популяризация и развитие венчурных инвестиций не представляются возможными без такого существенного фактора, как поддержка и стимулирование со стороны государства. В качестве примера можно взять запущенную при поддержке государственного агентства SBA в 1958 году программу The Small Business Investment Company, которая в рамках государственно-частного партнерства предоставляла финансовую поддержку частным компаниям и инвестировала в их развитие. За время существования программы агентство инвестировало средства в более чем 150 тысяч частных компаний, среди которых такие именитые на сегодняшний день представители, как Apple, Intel, FedEx и другие. То есть благодаря государственной поддержке венчурного финансирования появились такие крупные технологические гиганты, которые по сей день обеспечивают высокий уровень технологического развития страны, дают ей очевидное преимущество на мировой арене. В результате эти компании внесли существенный вклад в повышение благополучия страны, так как осуществляют крупные налоговые отчисления, а также являются крупными работодателями и создают большое количество рабочих мест для населения.

Рассматривая опыт США в качестве примера внедрения такого источника инвестиций, как венчурное финансирование, можно сделать вывод, что государство играет существенную роль в развитии венчурной индустрии. Оно является главной двигательной силой, толкающей венчурную индустрию вперед. Кроме того, сложно найти в качестве примера страну, где роль государства в развитии инноваций была бы незначительной.

Посмотрим, насколько активно и эффективно российское государство принимает участие в венчурном финансировании, какова его доля на этом рынке. Первая попытка поддержать российскую венчурную индустрию была предпринята в 1997 году, когда была основана Российская Ассоциация Венчурного Инвестирова-

ния (РАВИ), выступающая российским аналогом американской компании SBA. Следующий шаг в развитии российской венчурной индустрии был сделан в 2006 году, когда была основана Российская Венчурная Компания (РВК). Компания представляла собой государственный фонд, созданный с целью формирования инфраструктуры венчурного рынка и построения национальной инновационной системы. РВК как ключевой инфраструктурный участник рынка имела различные функции и выполняла множество важнейших задач, среди которых оптимизация действующего законодательства, касающегося инвестирования в венчурные проекты и создания венчурных фондов, а также создание для участников венчурного рынка сервисной инфраструктуры.

Участие государства на венчурном рынке проявляется в рамках государственно-частного партнерства через Российскую венчурную компанию, которая видится в роли посредника между государственным и частным сектором. Государство выделяет средства на поддержку венчурного финансирования частных предприятий, которые поступают в венчурный фонд, созданный Российской венчурной компанией, после чего РВК направляет средства в различные венчурные проекты.

Среди всех мер государственного стимулирования рынка венчурных инвестиций можно выделить две большие группы. К первой относится комплекс гражданско-правовых мер поддержки, ко второй – комплекс налоговых мер поддержки. Каждую из этих групп условно можно разделить на подгруппы.

К группе гражданско-правового стимулирования можно отнести все возможные юридические или законодательные аспекты, посредством которых осуществляется регулирование венчурных инвестиций и управление венчурными проектами. То есть комплекс гражданско-правовых мер поддержки венчурной индустрии направлен на создание удобного и эффективного механизма инвестирования в венчурные проекты, а также гибкого механизма управления такими

проектами посредством модернизации и улучшения законодательной базы [1].

События 2022 года, отразившиеся на всех сферах экономической деятельности, стали одним из самых серьезных вызовов для российской венчурной отрасли за все время ее существования. По мнению экспертов рынка, именно сейчас открывается новая глава отечественной венчурной отрасли.

Тем не менее, на конец 2022 года зафиксировано 28 инвестиции в российские компании с участием венчурных фондов. Примечательно, что объем инвестиционных сделок превысил показатели 2021 года и составил 158 млн долл. (в 2021 году – 117).

Конец февраля 2022 года стал очевидным «водоразделом» для рынка: наиболее весомые объемы инвестиций пришлось именно на первый квартал, что говорит о логичном завершении сопровождающих инвестиции процессов предыдущего 2021 года. Именно в это время – с января по март было осуществлено 11 сделок на 84 млн долл. – показатель, превышающий почти вдвое квартальный максимум 2020 года. Причем полноту объема 78 млн долл. составили 5 сделок.

Рассмотрим динамику Российских VC фондов – фондов, преимущественно осуществляющих VC инвестиции (инвестиции на посевной, начальной стадиях и стадиях расширения в отдельных случаях), объемом менее 100 млн долл (рис. 1).

Тенденция увеличения объема венчурных фондов при снижении их количества может быть объяснена сочетанием ряда факторов. Рассмотрим некоторые возможные причины этой тенденции:

1. Увеличение размера сделки – за последние несколько лет в индустрии венчурного капитала наметилась тенденция к увеличению размера сделок. Это означает, что, хотя в целом фондов может быть меньше, каждый фонд инвестирует в каждую сделку больший объем капитала. Увеличение размера сделок может

быть связано с целым рядом факторов, включая более высокую первоначальную оценку стартапов, усиление конкуренции между венчурными капиталистами за высококачественные сделки и общий сдвиг в инвестиционной стратегии в сторону инвестиций на более поздних стадиях с меньшим риском.

2. Консолидация в отрасли – как и многие другие отрасли, индустрия венчурного капитала может испытывать определенную степень консолидации, когда крупные венчурные фирмы поглощают более мелкие или мелкие фирмы выходят из бизнеса. Это приведет к появлению меньшего количества крупных фондов. Такая консолидация часто обусловлена эффектом масштаба, когда крупные фонды имеют более низкие операционные расходы на доллар инвестиций и могут предложить более комплексные услуги своим портфельным компаниям.
3. Увеличение взносов ограниченных партнеров. Другое возможное объяснение заключается в том, что ограниченные партнеры (LPs) – организации или частные лица, предоставляющие капитал, который инвестируют венчурные фонды, – выделяют больше капитала в венчурный капитал как класс активов. Это может быть вызвано ростом доверия к модели венчурного капитала или поиском более высоких доходов в условиях, когда традиционные инвестиции, такие как облигации и государственные акции, предлагают низкую доходность. Несмотря на инвестирование в меньшее количество фондов, эти LP могут инвестировать большие суммы в каждый фонд.
4. По мере становления индустрии венчурного капитала наиболее успешными могут стать фонды, способные привлекать большие объемы капитала. Эти успешные фонды имеют опыт получения высоких доходов и поэтому более привлекательны для инвесторов. Это, естественно, приводит к уменьшению количества венчурных фондов, но к увеличению общего объема венчурного капитала.

Каждый из этих факторов – увеличение размера

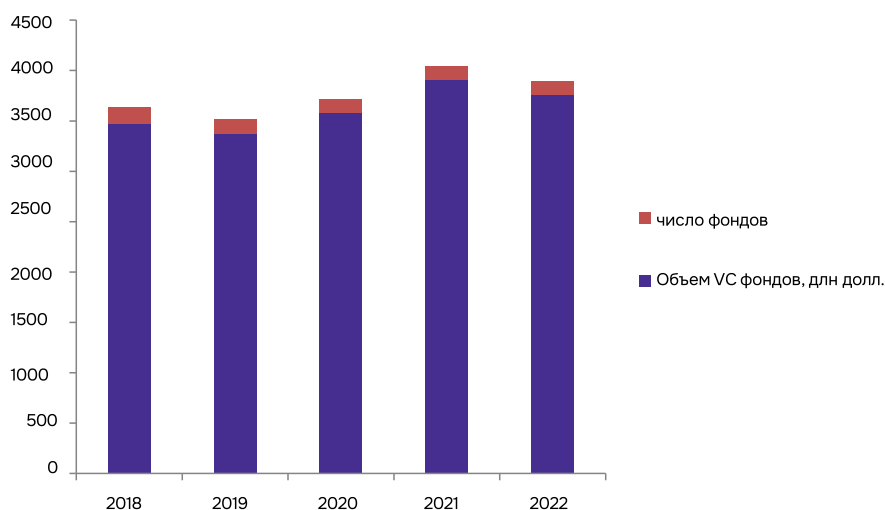


Рис. 1. Число и объем VC фондов в 2018–2022 годах. Источник: составлено автором по данным РАВИ.

сделки, консолидация отрасли, увеличение вклада LP и выживание наиболее успешных фондов – может способствовать тенденции увеличения объема венчурных фондов, несмотря на уменьшение их количества.

Таким образом, можно сделать вывод, что за период с 2018 по 2022 год, число венчурных фондов снизилось, однако сам их стоимостной объем увеличился, что может быть связано с увеличением объема сделок, заключаемых фондами, что подтверждается обзором венчурных инвестиций РАВИ за 2022, так же консолидацией венчурных фондов и госкапиталом, согласно вышеуказанному обзору, их численность снизилась с 50 в 2018 году, до 34 в 2022 году, но не стоит исключать и оставшиеся факторы.

Тенденция снижения объема государственных фондов и роста количества частных и корпоративных фондов может быть объяснена следующими факторами:

1. Венчурные фонды с частным и корпоративным финансированием во многих случаях обладают большей гибкостью в сравнении с государственными фондами. Эта гибкость может проявляться в различных формах, включая способность быстро реагировать на изменения в инвестиционном климате, адаптироваться к развивающимся технологическим трендам, и проводить более агрессивную

инвестиционную стратегию, если это соответствует их целям и риск-профилю.

Важно отметить, что такие венчурные фонды, часто фокусируются на инновационных и высокотехнологичных секторах, которые могут предложить значительную доходность, несмотря на высокий уровень риска. Этот фактор также может привлекать инвесторов, которые ищут высокую доходность и готовы принять соответствующий уровень риска.

Кроме того, в контексте корпоративного финансирования, венчурные фонды могут использовать свои инвестиции для стимулирования инноваций и получения доступа к новым технологиям или рынкам. Это может помочь корпорациям улучшить свою конкурентоспособность и даже выйти на новый уровень.

2. Государственные венчурные фонды обычно оперируют в рамках строгого набора регулятивных ограничений и политик, которые могут ограничивать их гибкость в инвестиционных решениях. В свою очередь, эта относительная неспособность быстро реагировать на изменения рынка и адаптироваться к новым возможностям может привести к снижению доходности и, следовательно, к меньшей привлекательности для инвесторов.

Кроме того, в условиях экономической нестабильности или строгих бюджетных ограни-

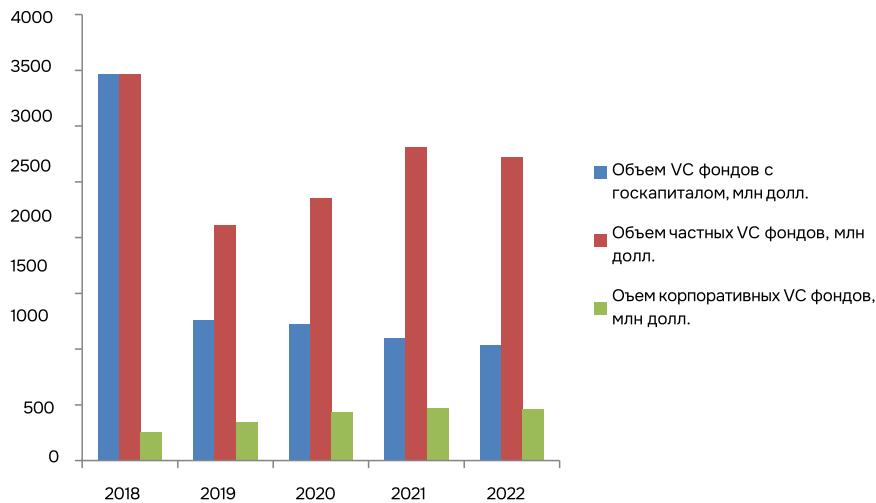


Рис. 2. Объем VC фондов с госкапиталом, частных и корпоративных VC фондов. Источник: составлено автором по данным РАВИ.

чений, государственные фонды могут столкнуться с сокращением финансирования. Это может быть связано с перераспределением бюджетных средств в пользу других приоритетных областей или с целью сокращения государственных расходов. Следствием таких мер может стать снижение объема государственных венчурных фондов.

Также стоит отметить, что государственные венчурные фонды могут не всегда привлекать те же виды инновационных или рискованных проектов, что и частные или корпоративные венчурные фонды. По этой причине, они могут не представлять такого же уровня возможного дохода для инвесторов, что уменьшает их привлекательность.

В целом, с точки зрения государственного финансирования, ряд факторов может влиять на снижение объема государственных венчурных фондов, включая бюджетные ограничения, строгие регулятивные рамки и более консервативную инвестиционную политику [3].

3. Одним из главных факторов, влияющих на увеличение количества частных и корпоративных венчурных фондов, является быстрое развитие экосистемы стартапов. С каждым годом все больше и больше стартапов ищут венчурное финансирование для развития своих идей и бизнес-моделей. Спрос на финансирование венчурных проектов растет,

и частные и корпоративные инвесторы стремятся воспользоваться этими возможностями.

В частности, корпоративные венчурные фонды видят в этом значительную выгоду. Инвестирование в стартапы позволяет им ускорять инновации, обеспечивать рост и усиливать свою конкурентоспособность. Кроме того, корпоративные фонды могут использовать эти инвестиции для получения доступа к новым технологиям, рынкам или талантам.

4. Венчурные инвестиции по своей природе несут с собой значительные риски, но они также могут принести и значительную доходность. Частные и корпоративные венчурные фонды часто ориентированы на стартапы в высокотехнологичных отраслях или на рынках с высоким потенциалом роста, что может обеспечить высокую доходность в случае успеха.

Соответственно, инвесторы, которые готовы принять больший риск, могут быть более склонны инвестировать через частные и корпоративные венчурные фонды в надежде на получение большей доходности. Это может привести к увеличению числа таких фондов и объема инвестиций в них. С ростом экосистемы стартапов и с учетом потенциала большой доходности, которую могут предложить частные и корпоратив-

ные венчурные фонды, наблюдается увеличение числа таких фондов.

Можно сделать вывод, что наибольшую долю объема венчурного рынка в данный момент составляют частные инвестиционные фонды, которые в отличие от государственных не ограничены столь строгим регламентом и могут быстрее реагировать на ситуацию на рынке, вследствие чего могут принести инвесторам большую доходность. Так же стоит обратить внимание на стабильную динамику роста объема корпоративных венчурных фондов, согласно обзору РАВИ, так же стабильно растет и их число, с 16 фондов в 2018 году до 25 в 2022. Рост этих двух видов венчурных фондов можно объяснить еще их ориентированностью на стартапы,

в частности информационные технологии, в то время как государственные фонды по-прежнему инвестируют преимущественно в смешанные отрасли и реальные технологии и вкладывают в IT наименьшую долю капитала.

Подводя итоги, можно сделать вывод, что рынок венчурных инвестиций продолжает развиваться и увеличиваться в объеме. Происходит перераспределение капиталов между государственными, частными и корпоративными фондами в связи с развитием IT-стартапов, увеличивается объем и число сделок. Все это может свидетельствовать о росте индустрии венчурного инвестирования в России и её потенциала к доходности.

Библиографический список

1. Аммосов Ю. П. Венчурный капитализм: от истоков до современности.. – СПб. : РАВИ, 2004.. – 409 с.
2. Блюмин С. Л. Экономический факторный анализ : монография.. – Липецк : Издательство ЛЭГИ, 2004.
3. Борщевский Г. А. Государственно-частное партнерство : учебник и практикум для вузов.. – 2-е изд. – Москва : Юрайт, 2020.. – 412 с.
4. Глэдстоун Д., Глэдстоун Л. Инвестирование венчурного капитала.. – Днепрпетровск : Баланс Бизнес Букс, 2006.
5. Каржаув А. Т., Фоломьев А. Н. Национальная система венчурного инвестирования.. – М. : Экономика, 2006.
6. Лапицкая Л. М. Венчурное финансирование : учебное пособие.. – Минск : БГУ, 2019.