МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение

высшего образования

**«КУБАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

**(ФГБОУ ВО «КубГУ»)**

**Экономический факультет**

**Кафедра мировой экономики и менеджмента**

Допустить к защите

Заведующий кафедрой

д-р экон. наук, проф.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ И.В. Шевченко

(подпись)

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_2022 г.

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**

**(БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА)**

**РОССИЙСКИЙ И ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ РАЗВИТИЯ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА**

Работу выполнила\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ Л.И. Таран

(подпись)

Направление подготовки 38.03.01 Экономика

(код, наименование)

Направленность (профиль) Мировая экономика

Научный руководитель

д-р. экон. наук, проф.\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ С.Н. Третьякова (подпись)

Нормоконтролер

преподаватель\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_Н.В. Хубутия

(подпись)

Краснодар

2022

СОДЕРЖАНИЕ

[Введение 3](#_Toc104543111)

[1 Теоретические основы исследования венчурного капитала 5](#_Toc104543112)

[1.1 История возникновения венчурного капитала 5](#_Toc104543113)

[1.2 Венчурный капитал: сущность и основная характеристика 14](#_Toc104543114)

[1.3 Экосистема венчурного рынка в России и альтернатива VC 30](#_Toc104543115)

[2 Анализ международного и российского опыта развития венчурного](#_Toc104543116)

[капитала 37](#_Toc104543116)

[2.1Анализ мирового рынка венчурного капитала 37](#_Toc104543117)

[2.2 Венчурный рынок в России 48](#_Toc104543118)

[3 Применения зарубежного опыта венчурного инвестирования в российской экономике 60](#_Toc104543119)

[3.1 Основные направления совершенствования венчурного инвестирования в России 60](#_Toc104543120)

[3.2 Экономическое обоснование предложенных рекомендаций 65](#_Toc104543121)

[Заключение 69](#_Toc104543122)

[Список используемых источников 73](#_Toc104543123)

# **ВВЕДЕНИЕ**

Венчурные инвестиции в современной экономике выступают драйвером развития инновационного потенциала стран. Разработка и внедрение инноваций является рискованным и сложным процессом, требующим капитальных финансовых вложений и профессиональной помощи для вывода новых технологий на рынок. Венчурные инвесторы возлагают на себя эти задачи, инвестируя денежные средства на беспроцентной и безвозвратной основе взамен на долю в компании.

Российская экосистема венчурного капитала достаточно молода и находится на этапе становления, именно поэтому изучение опыта развития и совершенствования венчурной индустрии различных стран и выявление перспективных элементов для улучшения собственной венчурной деятельности являются приоритетными задачами для России. При этом следует учитывать страновые отличия при внедрении иностранной практики развития венчурного инвестирования инновационной деятельности, путем ее адаптирования для использования в отечественной экономической среде.

Цель работы заключается в разработке предложений по совершенствованию рынка венчурного капитала в Российской Федерации на основе зарубежного опыта. Для достижения цели исследования необходимо выполнить следующие задачи:

– исследовать историю венчурного капитала, его сущность и основные формы в условиях современной экономики,

– рассмотреть экосистему венчурного инвестирования Российской Федерации,

– изучить альтернативные способы инвестирования,

– выявить тенденции развития венчурной индустрии на примере мировых лидеров,

– провести анализ мирового рынка венчурных инвестиций,

– проанализировать нынешнее состояние российского рынка венчурного,

– определить основные направления совершенствования венчурного инвестирования в России,

– провести экономическое обоснование предложенных рекомендаций.

Объектом исследования являются опыт развития зарубежного и российского рынка венчурного капитала.

Предмет исследования – совокупность экономических отношений, возникающие в процессе формирования механизма по совершенствованию венчурного инвестирования инновационной деятельности в РФ.

В работе были использованы следующие методы исследования: сравнительный анализ, обобщение и систематизация, анализ статистических данных, синтез, дедукция и индукция, классификация, группировок и сравнения, экономико-математический, а также общенаучные методы познания.

Данная работа опирается на законодательные и нормативно-правовые акты, регулирующие сферу венчурных инвестиций, исследования отечественных и зарубежных авторов, а также публикации в научных изданиях и периодической печати. Кроме того, информационную базу исследования сформировали Интернет-ресурсы, данные Росстата, аналитические обзоры Российской венчурной компании, отчеты международных аналитических компаний таких, как KPNG, PitchBook, McKinsey и др.

Первая глава содержит теоретические аспекты венчурных инвестиций: сущность и основная характеристика венчурных капитала, его формы, этапы и источники формирования. Также раскрыта история возникновения венчурного капитала, рассмотрена структура венчурной экосистемы России. Во второй части данной работы представлен анализ международного и российского рынка венчурного капитала. В третьей главе выявлены проблемы применения и использования венчурных инвестиций, а также рассмотрены возможности совершенствования венчурного инвестирования в современной экономике России на основе зарубежного опыта, рассмотренного во второй главе.

# **1 Теоретические основы исследования венчурного капитала**

## **История возникновения венчурного капитала**

Венчурный капитал является подмножеством прямых инвестиций (PE). Нет однозначного ответа, когда он зародился. Некоторые авторы считают, что первым этапом развития венчурного бизнеса был китобойный промысел в 19-м веке в Нью-Бедфорде, штат Массачусетс [32]. Мореплавателей можно считать первыми предпринимателями, а судовладельцев – первыми венчурными капиталистами. Можно выделить три характеристики венчурного финансирования, которые были присущи китобойному промыслу:

– организационная модель предполагала, что посредники объединяли капитал обеспеченных людей для финансирования экспедиций,

– промысел был высоко рискованным (корабль мог подвергнуться нападению, затонуть) и с высоким уровнем прибыли при удачном завершении мореплавания,

– в данный период была разработана система льгот, которая предполагала 20% комиссию судовладельцам и капитанам судов за провозимый ими груз [1].

В конце 19-го века по ходу развития промышленности состоятельны семьи стали объединять частные инвестиции и финансировать отдельные отрасли. Возникли кластеры текстиля в Новой Англии и тяжелой промышленности в Кливленде и Питтсбурге [29].

Знаменитые американские фирмы, такие как Ford Motor Company (Детройт), Eastman Kodak (Рочестер), Federal Telegraph Company (Сан-Франциско) и McDonnell Aircraft Corporation (Сент-Луис), были предприятиями, получившие финансовую поддержку от бизнес-ангелов. Два активных инвестора того времени, Bessemer Trust и Rockefeller Brothers, были предшественниками двух известных американских фирм венчурного капитала – Bessemer Ventures и Venrock. Несмотря на то, что сфера венчурного финансирования стала развиваться, объема инвестиций было недостаточно для всех предпринимателей, и ни одному инвестору не удалось получить чрезмерную прибыль, необходимую для поддержания отрасли.

Во времена Великой Депрессии 30-х годов, с одной стороны, влиятельные люди нехотя стали инвестировать в непроверенные новые компании, так как не хотели рисковать своим капиталом [32]. С другой стороны, исследователи из Массачусетского института сделали вывод, что стартапы коммерциализируют новые технологии, которые необходимы для восстановления промышленности. При этом пришло понимание того, что финансовая поддержка малого бизнеса является проблемой, которую не способны решить действующие финансовые механизмы. Впервые термин «венчурный капитал» был использован в 1938 году, который обозначал: «вложение без определенной гарантии того, что фонды принесут первоначальный доход, соизмеримый с взятыми обязательствами». Несмотря на это, механизмы отбора и финансирования проектов, а также правовая база венчурного инвестирования не были сформулированы до середины 20-го столетия.

Хотя корни PE можно проследить до 19 века, можно считать, что венчурный капитал впервые появился в Соединенных Штатах во время Второй мировой войны. В период с конца 40-х годов до 60-х происходил процесс формирования венчурного рынка. Можно выделить три ключевых события данного периода.

Во-первых, в 1946 году была создана первая в мире венчурная компания, Американская корпорация исследований и разработок (ARDC), которая уникальна тем, что обеспечивала финансирование из других источников, помимо богатых семей (например, университетов, страховых компаний, взаимных фондов и инвестиционных фондов).

Джордж Дорио, профессор Гарвардской школы бизнеса и основатель ARDC, считается отцом венчурного капитализма за создание первой в истории государственной венчурной фирмы.

Дорио и некоторые из его бывших сотрудников ARDC финансировали одни из самых успешных компаний Соединенных Штатов, включая Morgan, Holland Venture и Greylock Partners. Основной успех ARDC пришелся на ее инвестиции в Digital Equipment Company (DEC) в 1957 году за 70 000 долларов и 77% акций компании.  Стоимость компании увеличилась до 355 миллионов долларов в течение следующих 14 лет, тем самым установив планку потенциально высокой доходности, которую рискованный капитал может получить за счет венчурного финансирования [43].

ARDC доказал, что институциональные инвесторы (не только деньги семьи) проявляли интерес к вложениям в венчурные фирмы и что рисковый капитал мог обеспечить активное управление, а не только деньги [1].

Во-вторых, появилась новая организационная структура, – командное товарищество, которая имела ряд преимуществ по сравнению командное товарищество с закрытым фондом.

Основные преимущества командного товарищества:

– ограниченная ответственность партнеров, инвестирующих в венчурные фонды,

– налоговые льготы и возможность владения акциями инвестируемой фирмы,

– создавалось на ограниченный период (от 7 до 10 лет).

Таким образом, использование капитала и получение прибыли происходило в более короткие сроки, что было привлекательно для инвесторов.

В-третьих, развитию индустрии венчурного капитала способствовало увеличение роли федерального правительств. В 1958 году был принят закон о малом бизнесе, благодаря которому государственные деньги направлялись квалифицированным инвестиционным компаниям малого бизнеса (Small Business Investment Companies, SBIC). SBIC выступала в качестве венчурных капиталистов, привлекая частный капитал за счет доступных государственных средств на привлекательных условиях кредитования и льготном налоговом режиме. Первоначально предполагалось, что SBIC будет поддерживать высокотехнологичные проекты, и правительство не будет участвовать в выборе потенциально инвестируемого предприятия. Но как оказалось, финансирование получали компании, связанные с недвижимостью, а не высокотехнологичные стартапы с высоким потенциалом. В связи с этим, был усилен контроль за деятельностью SBIC, что еще больше осложнило ситуацию, в результате чего, даже успешные фонды были вынуждены отказаться от участия в программе.

Тем не менее, SBIC сильно поспособствовала развитию венчурного финансирования в США. Распространение SBIC привело к усилению конкуренции в зарождающейся индустрии венчурного капитала. Кроме того, фонды SBIC поддерживали многие высокотехнологичные стартапы в годы их становления, например, Intel. Программа SBIC действует и сегодня, но с середины 2000-х годов ее масштабы сократились [43].

В период с конца 1960-х по 1980-е годы важную роль в развитии венчурного капитала сыграла государственная политика.

Закон о доходах 1978 года снизил ставку налога на прирост капитала с 49,5% до 28%, увеличив налоговую выгоду от прироста капитала до 42%. Позже это преимущество было сокращено до 30% в соответствии с Законом о налоге на восстановление экономики 1981 года.

Изменения в Закон о пенсионном обеспечении сотрудников (ERISA) были внесены В 1974 году. Согласно закону, менеджеры пенсионных фондов (как пассивные инвесторы) могут быть привлечены к ответственности за нарушение фидуциарных обязательств, если менеджеры венчурных фондов, в которых они инвестировали, действовали ненадлежащим образом. Это привело к тому, что пенсионные фонды – огромный источник институционального капитала – не могли инвестировать в венчурный капитал. Спустя год после принятия закона инвестиции пенсионных фондов в венчурный капитал упали до нуля. На протяжении 5 лет пенсионные фонды не участвовали в венчурном финансировании до тех пор, пока в 1979 году пенсионным фондам не было разрешено направлять до 10% своего капитала в фонды венчурного капитала. В результате для растущего числа венчурных капиталистов в стране открылся новый крупный и важный источник долгосрочного капитала [43].

С ростом и становлением венчурного капитала в 1970-х годах стало ясно, что индустрия должна иметь лоббистский голос в Вашингтоне, округ Колумбия. Национальная ассоциация венчурного капитала (NVCA), была создана в 1973 году как торговая организация, выступающая на федеральном уровне от имени фирм венчурного капитала и их портфельных компаний.

В 1960-х годах возникла обычная структура фондов венчурного капитала, используемая сегодня, товарищества с ограниченной ответственностью.

 Известные фирмы Западного побережья, существующие до сих пор, были основаны в 1960-х годах: Sutter Hill Ventures, Asset Management Company, Mayfield, Norwest и Venrock. Несколько венчурных фирм в Бостоне также были сформированы в 1960-х годах, в первую очередь Greylock, Charles River Ventures (теперь CRV) и Fidelity Ventures.

Венчурный капитал возник в 1970-х годах как класс активов с растущим числом фирм как на Восточном, так и на Западном побережьях, изменениями в государственной политике, которые привели к увеличению потока капитала в венчурный капитал, и преобразованием отрасли в более институциональную структуру [43].

 В то десятилетие сформировались несколько крупнейших на сегодняшний день венчурных компаний:

– Sequoia Capital, основанная в 1972 году Доном Валентайном,

– Kleiner Perkins Caufield & Byers, основанная также в 1972 году. Одним из ее четырех основателей является Юджин Кляйнер, который был одним из восьми соучредителей Fairchild Semiconductor,

– Bessemer Venture Partners была создана как венчурная фирма в 1974 году,

– New Enterprise Associates, Menlo Ventures, Sofinnova Ventures, Matrix Partners и Oak Investment Partners были созданы позднее в том же десятилетии.

1970-е и 1980-е годы принесли венчурным инвесторам успешный выход и создали некоторые из крупнейших компаний сегодня: Apple, Genentech, FedEx, Microsoft и Electronic Arts.

В 1980-х годах на побережьях появилось больше новых фирм. По состоянию на 1985 год в США насчитывалось более 290 активных венчурных компаний, управляющих более чем 17 млрд долл и 530 фондами.

В 1980-х годах в отрасли наблюдался спад, и некоторые фирмы впервые понесли убытки. Замедление было вызвано в основном избыточным предложением IPO, неопытностью управляющих фондами и усилением конкуренции. Венчурные фирмы США также столкнулись с конкуренцией со стороны иностранных компаний, в основном из Японии и Кореи.

Рост использования персональных компьютеров и распространение Интернета привели к циклу бумом в 1990-х годах. Такие компании, как Netscape, Amazon, eBay, Netflix, Paypal, Yahoo, Google и Salesforce, вышли на рынок, при поддержке венчурного капитала. Индустрия венчурного капитала завершила десятилетие с более чем 700 активными фирмами, управляющими 143 млрд долларов, что более чем в 5 раз превышает капитал, с которым отрасль начала десятилетие [43].

Обвал на американской фондовой бирже NASDAQ случился из-за «бума» венчурных инвестиций в 2000 году и неожиданного ослабления индустрии информационных технологий. Эти события стали драйвером развития нового этапа рынка венчурного капитала. Его точка отсчета совпала с началом 21-го столетия и продолжается до сих пор.

В 2003 году венчурные фонды столкнулись с новыми трудностям. Оказалось, что рыночная стоимость компаний, в которые они инвестировали, была ниже инвестиционной. Индустрия VC сократилась почти вдвое по сравнению с 2001 годом. Тем не менее, благодаря деятельности таких интернет-компаний, как: Microsof, которая приобрела Skype, News Corporation – MySpace, Google, отрасль стала возрождаться, вплоть до 2007 года. Этот период считают «золотым веком частного капитала»: было осуществлено 13 из 15 крупнейших в истории сделок выкупа с использованием заемных средств [1].

Кроме того, появились акселераторы и инкубаторы, также предлагающие услуги помимо капитала, чтобы встряхнуть традиционный жизненный цикл инвестирования в компании на ранней стадии. Питч-конкурсы и «партии» акселераторов вошли в обиход венчурных капиталистов, поскольку у компаний на стадии посева были дополнительные ресурсы и источники капитала, к которым можно было обратиться.

Венчурная индустрия достигла очередного пика по количеству активных фирм (около 900) и управляемого капитала (около 230 млрд долларов), прежде чем глобальный финансовый кризис 2008 года внес очередную коррекцию в экономику США и венчурную экосистему. Ипотечный кризис 2007–2008 гг. оказал негативное влияние на заемный капитал. Несмотря на это, объем венчурных инвестиций остался на прежнем уровне по сравнению с 2006 годом.

2010-е годы привели к появлению новых типов венчурных инвесторов, диверсифицировав источники капитала, доступные стартапам. Примечательным среди них было создание микропредприятий венчурного капитала, почти как класс активов венчурного капитала.

Эти фирмы инвестируют небольшие суммы капитала в большое количество компаний начального или предварительного этапа. Хотя риск выше для фирм на этих самых ранних стадиях роста компании, потенциал возврата соизмерим. Огромное количество фирм, которые начали работать в данной сфере, изменили инвестиции на ранних стадиях по сравнению с тем, как они выглядели до 2010 года. Инвестиции на начальном этапе сегодня выглядят так же, как инвестиции серии А раньше, поскольку стоимость создания компании во многих случаях также снизилась [43].

Приток корпоративных групп венчурного капитала и более активное участие фондов прямых инвестиций, хедж-фондов, взаимных фондов и других нетрадиционных инвесторов совпали с встряской микро-венчурного капитала на ранней стадии. Традиционные институциональные венчурные компании продолжали контролировать частный капитал, доступный стартапам, но эти нетрадиционные источники капитала начали играть все более важную роль для стартапов.

2010-е годы также ввели в обиход венчурных капиталистов новый термин “единорог”, который стал означать элитный статус компаний, поддерживаемых венчурным капиталом, стоимость которых достигает 1 миллиарда долларов или более, оставаясь при этом частными [42].

На основе исследования MoneyTree Report, проводимого компанией PWC каждый квартал, начиная с 2010 года прослеживается позитивная динамика в индустрии VC: объем инвестиций и количество сделок росли. Это продолжалось до начала 2020 года, когда США вступила в рецессию и случилась глобальная пандемия, вызванная Covid-19.

Наглядно процесс становления мировой венчурной индустрии можно рассмотреть на рисунке 1.

Рисунок 1 – История развития венчурного капитала [1]

Создание российского рынка венчурных инвестиций напрямую сопряжено с деятельностью Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). В период с 1994 по 1996 годы им было основано 11 региональных венчурных фондов с капиталом от 10 до 30 млн. долл. [8].

Важным фактом является то, что ЕБРР инвестировала в кластер товаров народного потребления, при этом не участвуя в финансировании страховой и финансовой отрасли, в том числе в высокотехнологические сектора. К марту 1997 года 10 из 11 управляющих компаний инвестиционных фондов ЕБРР, основали первую профессиональную ассоциацию российских инвестиционных фондов – Российскую ассоциацию венчурного инвестирования (РАВИ), целью которой стало создание и развитие рынка венчурного инвестирования в России. С 2000 года РАВИ начала организовывать ежегодные Российские венчурные ярмарки, позволявшие наладить взаимодействие между компаниями с высоко рисковыми проектами и венчурными инвесторами.

Российско-американская инвестиционная программа, в рамках которой был создан Инвестиционный фонд США-Россия с капиталом 400 млн. долл., была запущена в 90-е годы. Согласно оценке Financia Times, к осени 1997 года на территории России действовали 26 инвестиционных фондов с суммарным капиталом в 1,5 млрд. долл. Важно добавить, что около половины созданных фондов были реорганизованы в период экономического кризиса 1998 года. [1].

В 1999 году государство выступило в роли участника рынка венчурных инвестиций, которое стало оказывать влияние на отрасль с помощью стратегии «Основные направления развития внебюджетного финансирования проектов с высокой степенью рисков (система венчурного финансирования) в научно-технической сфере на 2000–2005 годы». Создание в 2000 году некоммерческой организации с государственным участием – Венчурного Инвестиционного Фонда (ВИФ), было одним из первых проектов стратегии [8].

В целях финансирования предприятий научно-технической сферы в 2005 году было создано более 20 государственно-частных венчурных фондов в рамках программы Министерства экономического развития России (МЭР). В 2006 году контроль над учрежденными фондами МЭР перешел к вновь созданной компании ОАО «Российская венчурная компания» (РВК) [8].

Таким образом, венчурный капитал прошел длинный путь своего развития начиная с 19 века и заканчивая настоящими временами. Несмотря на тяжёлую макроэкономическую ситуацию, сложившуюся в период пандемии COVID-19, венчурная индустрия доказала свою устойчивость в трудные времена, и некоторые из самых успешных компаний сформировались именно во время спадов. Также, стоить отметить, что Россия в этой сфере находится на этапе становления и имеет большой потенциал роста.

## **Венчурный капитал: сущность и основная характеристика**

Тенденция инновационного пути развития, для которого венчурный капитал выступает одной из основных форм финансирования, зародилась в конце прошлого столетия. Венчурный капитал приобрел важнейшее стратегическое значение для любой страны, которая претендует на статус экономически развитой.

Определение «венчурный капитал» происходит от англоязычного термина «venture», что переводится как «рискованный, авантюрный».

Согласно Национальной ассоциации венчурного капитала США, венчурный капитал – это финансовые ресурсы, которые предоставляют профессиональные инвесторы, инвестирующие в быстро растущие, молодые компании, имеющие потенциал превращения в предприятия, вносящие значительный вклад в экономику. Как правило, венчурное инвестирование характеризуется высокой степенью риска, которая компенсируется возможностью получения высокого дохода, посредством приобретения долей в капитале компании [33].

Зачастую венчурный капитал поступает от обеспеченных инвесторов, инвестиционных банков и любых других финансовых учреждений. Однако он не всегда принимает денежную форму; он также может предоставляться в виде технического или управленческого опыта.

Целью предоставления венчурного капитала является получение высокого дохода от инвестиций.

Основные характеристики венчурного капитала:

– повышенная степень риска,

– отсутствие ликвидности,

– длительный срок окупаемости ( 5-10 лет и более),

– прогнозируемая высокая эффективная ставка доходности (от 25–30% годовых),

– участия инвестора в управлении компанией, в которую он инвестировал.

Венчурный финансист реализует несколько функций, вкладывая капитал в компанию:

– осуществляет финансирование,

– оказывает помощь в управлении компанией – венчурный инвертор, как правило, обладает значительным опытом в реорганизации предприятий,

– помогает формировать взаимоотношения с клиентами, поставщиками и другими контрагентами фирмы,

– помогает компании занять определенную нишу на рынке,

– консультирует в вопросах патентования товаров или получении товарных знаков на них.

Для только возникших компаний или предприятий с небольшим сроком функционирования (до двух лет) венчурный капитал выступает все более популярным и даже важным источником привлечения денег, в частности если у них нет доступа к рынкам капитала, банковским кредитам или другим долговым инструментам. Главным недостатком является то, что инвесторы обычно получают долю в компании и, в связи с чем, обладают правом голоса в решениях компании.

Рынок венчурного капитала можно разделить на три сектора (таблиц 1):

– формальный, или институциональный, венчурный капитал,

– неформальный, или неинституциональный, венчурный капитал (бизнес-ангелы),

– корпоративный венчурный капитал.

Таблица 1 – Основные характеристики трех сегментов рынка VC [11]

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Характеристика | Формальный венчурный капитал | Неформальный венчурный капитал (бизнес-ангелы) | Корпоративный венчурный капитал |
| Источник финансовых ресурсов | Институциональные инвесторы (венчурные фонды, венчурные инвестиционные компании, Страховые компании) | Частные инвесторы, вкладывающие собственные средства | Крупные корпорации (как правило, компании из списка Fortune 500) |
| Форма организации | Партнерство с ограниченной ответственностью | Частное предпринимательство, иногда- ассоциации | Подразделение (или дочерняя компания) крупной корпорации |
| Основная цель инвестирования | Рост ценности акционерного капитала (финансовая отдача) | Рост личного благосостояния | Стратегическое развитие корпорации, посредством получения конкурентного преимущество или увеличения дохода |
| Особенности инвесторов | Профессиональные инвесторы, большие инвестиционные возможности, детальная процедура отбора | Инвесторы, специалисты крупных компаний, успешные предприниматели; ограниченные инвестиционные возможности; упрощенная процедура отбора | Технологически ориентированные инвесторы; большие инвестиционные возможности; детальная процедура отбора |

На рынке формального венчурного капитала функционируют венчурные капиталисты – профессиональные финансовые посредники, которые привлекают финансовые ресурсы пенсионных фондов, банков, страховых компаний и других финансовых институтов и инвестируют их в инновационные компании. Субъектом институционального рынка венчурных инвестиций выступают венчурные фонды [11].

Рассмотрим традиционную структуру венчурного фонда (рисунок 2).

Рисунок 2 – Структура венчурного фонда [11]

Большинство венчурных фондов за рубежом создаются в форме Limited Partnership (партнерств с ограниченной ответственностью). Они состоят из как минимум одного генерального партнера (GP) и как минимум одного партнера с ограниченной ответственностью (LP), ведущих совместный бизнес. Одним из преимуществ партнерства с ограниченной ответственностью является то, что оно не платит налоги. Вместо этого каждый из партнеров платит налоги с выручки, которую они получают от бизнеса. Это принято называть сквозным налогообложением [46].

Обычно, генеральный партнер (GP) венчурного фонда отвечает за активное управление фондом, а также за подачу и подписание налоговых деклараций. Генеральный партнер несет неограниченную ответственность за партнерство. В целях снижения к минимуму рисков GP, его роль функции выполняет отдельное юридическое лицо в форме Limited Liabiliy Company (LLC).

Управляющая компания выступает в качестве посредника между инвесторами и компаниями-реципиентами. Она управляет ресурсами, сосредоточенными в венчурном фонде. Fundraising – это обязанность управляющей компании, состоящая в привлечении дополнительных средств в фонд. «Венчурный капиталист» – это руководитель или же главный менеджер управляющей компании. Он вкладывает в фонд свои управленческие знания, навыки, стратегический взгляд на развитие стартапов.

Партнеры с ограниченной ответственностью **(LP)** являются пассивными инвесторами фонда. Часто LP являются институциональными инвесторами, такими как пенсионные фонды, фонды колледжей, трасты, страховые компании, системы здравоохранения, суверенные фонды благосостояния. Иногда фирмы венчурного капитала также инвестируют в сторонние венчурные фонды в качестве LP [34].

После создания классического венчурного фонда его деятельность зависит от условий в Limited Partnership Agreement (LPA). Как правило, фонд создается на срок от 8 до 13 лет, где первых 4–5 лет – это период для инвестирования в новые компании, а остальная часть – для реинвестирования и выхода из старых инвестиций. В течение срока жизни фонда инвесторы ограничены в возможности выхода из него.

Венчурные капиталисты получают прибыль, когда с одной из компаний их портфеля происходит одно из трех событий:

– портфельная компания становится публичной через первичное публичное размещение акций (IPO),

– портфельная компания подвергается слиянию или поглощению.

– управляющий фондом продает акции фонда в портфельной компании другой организации [44].

Рассмотрим, какие стадии проходит венчурный капитал (рисунок 3).

1 стадия – фандрайзинг. Венчурные капиталисты привлекают капитал для получения средств от LP.

2 стадия – инвестиции. Венчурные капиталисты обычно инвестируют в молодые, быстрорастущие компании, нуждающиеся в капитале для масштабирования.

3 стадия – рост компании. Венчурные капиталисты обеспечивают активное управление и выступают в качестве консультантов и наставников, занимая места в совете директоров, предоставляя стратегические рекомендации, способствуя знакомству.

4 стадия – выход. Примерно через 5–10 лет после создания быстрорастущей компании венчурный капитал выходит из своей доли путем приобретения или IPO. IPO имеют больше преимуществ: больший привлеченный капитал, более высокая доходность, создание местных рабочих мест.

5 стадия – доходность/отдача. В дополнение к компаниям, получающим выгоду, венчурные капиталисты и LP получают прибыль от своих инвестиций. Создаются высококачественные рабочие места, больше капитала доступно для университетских исследований, у пенсионеров больше средств для выхода на пенсию, у фондов больше ресурсов для финансирования их работы.

6 стадия – реинвестирование. Фонд прекращает свою деятельность, когда все инвестиции завершены, а вырученные средства распределены между LPS. Затем LPS могут реинвестировать прибыль в новые фонды.

Рисунок 3 – Как работает венчурный капитал [33]

Многие венчурные фонды следуют правилу «3-3-3-1», согласно которому на 10 проинвестированных компаний приходится 3 неудачных, 3 – приносят среднюю доходность, 3 – высокодоходны, 1 – сверхдоходна. В связи с этим, венчурные фонды вкладывают средства сразу в несколько проектов – от 10 до 30, и более.

Достаточно стандартизованной является процедура отбора компании - dealflow (первоначальный отбор), duediligence (тщательное изучение). Цель состоит в обнаружении лучших объектов инвестирования.

Венчурный фонд инвестирует в компанию, а затем отслеживает инвестиции, потенциально обеспечивая будущее финансирование в последующих раундах, до тех пор, пока компания не столкнется с «событием ликвидности» (например, IPO или приобретением), которое принесет прибыль инвесторам.

Поскольку фонды венчурного капитала инвестируют в компании на ранней стадии, эти инвестиции сопряжены с высокой степенью риска. Высокая потенциальная доходность этих инвестиций помогает стимулировать этот риск.

Одним из главных субъектов неформального рынка венчурных инвестиций выступают «бизнес-ангелы».

Термин «ангел» пришел из бродвейского театра, когда богатые люди давали деньги на продвижение театральных постановок. Термин «инвестор-ангел» впервые был использован Уильямом Ветцелем из Университета Нью-Гэмпшира, основателем Центра венчурных исследований.

Согласно Европейской комиссии, **бизнес-ангел** – **это частное лицо, часто с большим состоянием и обычно с деловым опытом, которое напрямую инвестирует часть своих активов в новые и растущие частные предприятия. Бизнес-ангелы могут инвестировать индивидуально или в составе синдиката, где один ангел обычно играет ведущую роль.**

В системе бизнес-ангелов одним из важнейших аспектов являются сети, ассоциации или синдикаты «бизнес-ангелов», которые позволяют бизнес-ангелам сотрудничать вместе и совместно инвестировать. Согласно историческим данным и данным Ассоциации ангельского капитала, количество ангельских групп увеличилось с 10 в 1996 году до более чем 330 в 2013 году.

В течение последних 15 лет инвесторы-ангелы присоединялись к различным группам бизнес-ангелов, чтобы получить доступ к качественным сделкам.

Некоторые из крупнейших групп ангелов, которые наиболее активны: New York Angels, Houston Angel Network, Alliance of Angels, Golden Seeds, Launchpad Venture Group, Robin Hood Ventures или Tech Coast Angels и другие.

Существует множество причин для объединения ангелов в синдикаты и ассоциации:

– получение доступа к потоку сделок,

– снижение риска при инвестировании,

– увеличение диверсификации инвестиций,

– способность проводить более тщательную проверку,

– способность осуществлять более крупные инвестиции,

– больше возможностей для контроля успеха стартапов, в которые вложены средства.

Эти группы могут дать отдельным лицам больше уверенности в инвестировании, что, в свою очередь, может привести к улучшению условий для предпринимателей.

Группы Ангелов обычно организованы по географическим регионам. Лучшие ассоциации ангелов включают в себя около 100–200 членов. Некоторые сосредоточены на определенной группе отраслей, в то время как другие более открыты. В совокупности эти группы инвестировали в более чем 60 000 стартапов в США.

И бизнес-ангелы, и венчурные фонды инвестируют напрямую в частные компании. Можно выделить следующие отличия между сектором инвесторов-ангелов и венчурными капиталистами [38]:

1) бизнес-ангелы инвестируют в компании за счет собственных средств, поэтому большинство ангельских инвестиций значительно ниже отметки в 1 миллион долларов и, как правило, находятся в диапазоне от 25 000 до 100 000 долларов. Фирмы венчурного капитала имеют гораздо больше средств для инвестирования, поскольку они объединили деньги от нескольких инвесторов. Типичные венчурные инвестиции начинаются в диапазоне от 3 до 5 миллионов долларов. Для бизнеса на ранней стадии эта сумма часто бывает слишком большой,

2) обе группы получают акции компании при инвестировании. Однако венчурным капиталистам часто требуется место в совете директоров, а бизнес-ангелы будут действовать скорее, как наставники, чтобы обучать и давать советы предпринимателям, ведущим бизнес,

3) бизнес-ангелы заполняют «пробел» между друзьями и семьей и венчурным капиталом. Обычно они инвестируют в бизнес и стартапы на ранней стадии, что также означает, что они сталкиваются с более высоким риском, чем венчурные капиталисты. Последние менее заинтересованы в бизнесе на ранней стадии и предпочитают более устоявшийся бизнес,

4) ангелы инвестируют на срок от 2 до 5 лет, прежде чем выйти из инвестиций. Срок, на который формируется венчурный фонд, составляет от 8 до 13 лет и более.

В венчурном капитале есть подмножество, называемое корпоративным венчурным капиталом (CVC). Корпоративная венчурная компания инвестирует от имени крупных компаний, которые стратегически инвестируют в стартапы – часто те, которые работают в рамках своей основной отрасли или рядом с ней, – чтобы получить конкурентное преимущество или увеличить доход. В отличие от VC-инвестиций, CVC-инвестиции осуществляются с использованием корпоративных ресурсов, а не за счет капитала партнеров с ограниченной ответственностью. Существенным отличием выделяют и то, что корпоративные венчурные капиталисты делают очень выборочные инвестиции в компании. Примеры фирм корпоративного венчурного капитала включают: GV (корпоративное венчурное подразделение Alphabet), General Electric Ventures, INTEL Capital и др. [45].

В процессе своего развития компании проходят пять основных стадий. Эти стадии часто называют «раундами инвестиций» – это этапы привлечения средств на развитие бизнеса. Они имеют свои признаки, особенности финансирования и риски (таблица 2) [60].

Таблица 2 – Основные стадии развития компаний и особенности их финансирования [59]

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 1-я стадия – посевная (Seed Stage) | 2-я стадия – стартап (Startup Stage) | 3-я стадия – расширение (Expansion Stage) | 4-я стадия – рост (Growth Stage) | 5-я стадия – зрелый рост (Mature Growth Stage) |
|  | Ранние стадии | | | Стадия роста | Зрелая стадия |
| Цели стадии | Разработка и тестирование идеи | Выпуск продукта на рынок | Формирование и укрепление позиций на рынке | Активный рост доли на рынке | Удержание доли на рынке |
| Основные признаки стадии | – Продукт – нет,  – Денежный поток – отсутствует или отрицательный. | – Продукт – тестирование и первые продажи,  – Денежный поток – отрицательный | – Доля продукта на рынке начинает расти  – Денежный поток может стать положительным | – Выручка от продаж продукта растет высокими темпами  – Денежный поток – положительный | – Выручка от продаж стабильна, рост незначителен  – Денежный поток стабилен или растет |
| Доступность финансирования | Низкая | | Средняя | | Высокая |
| Потребность во внешнем финансировании | Высокая | | | Средняя | Низкая |
| Объем финансирования | От 1тыс. до 1 млн долл. США | От 1 до 5 млн долл. США | От 5 до 200 млн долл. США | | |
| Источники финансирования | Собственные средства | Венчурные фонды | | – | – |
| Родственники и друзья | | Стратегические инвесторы | | – |
| Бизнес-ангелы | | Фонд прямых инвестиций | | |
| Краудфиндинг | | – | Банки | |
| Гранты | | – | – | Фондовый рынок |
| Акселераторы | | – | – | – |

Продолжение таблицы 2

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 1-я стадия – посевная (Seed Stage) | 2-я стадия – стартап (Startup Stage) | | 3-я стадия – расширение (Expansion Stage) | | 4-я стадия – рост (Growth Stage) | | 5-я стадия – зрелый рост (Mature Growth Stage) |
| Риск потери капитала | Высокий | | | Средний | | | | Низкий |
| Ожидаемая доходность альтернативных инвестиций | 50–70% | | 40–60% | 35–50% | | | | 25–35% |
| Оценка стоимости компании | Высокая неопределенность: целиком зависит от потенциала будущего роста компании | | | Умеренная точность | | | | Объективная |
| Основные инструменты финансирования (долговые, долевые и гибридные) | Вклад в уставный капитал/ покупка пакета акций | | | | | | | |
| Конвертируемый заем  Заем с участием в прибыли  Варрант/ опцион эмитента | | | – | | | | – |
| – | | Мезонинное финансирование | | | | | |
| – | | Бридж-заем | | | | | – |
| – | | | Субординарный заем | | | | |
| – | | | – | Вексель | | | |
| Основные способы выхода из инвестиций | Продажа стратегическому инвестору | | | | | | | |
| – | | | Продажа финансовому инвестору | | | | |
| – | | | Выкуп доли основателем или менеджментом | | | | – |
| – | | | – | – | | IPO | |
| Погашение займов компанией | | | | | | | |
| Ликвидация или банкротство | | | | | | | |

Уровень чувствительности компании к рискам связан с этапом финансирования: высокая – на ранних стадиях и умеренная – на более поздних. В результате чего запрашиваемая доходность на ранних стадиях инвестирования выше.

На каждом этапе развития необходимость во внешнем финансировании для компаний разнится, наглядно это увидеть можно на рисунке 2 – «Стадии венчурного финансирования».

Одним из основных барьеров, который препятствует развитию бизнеса на начальных стадиях, является недостаток финансирования. На стадиях роста и зрелости применяются классические механизмы финансирования, такие как банковское кредитование и инструменты фондового рынка.

Для компаний на начальных стадиях банковские кредиты, преимущественно долгосрочные, недоступны, потому что такие компании не соответствуют требованиям кредиторов к финансовому положению, сроку работы, наличию обеспечения, не обладают возможностью исправно погашать задолженность. Больше половины кредитов, которые выданы предприятиям малого и среднего бизнеса являются краткосрочными.

Для новых компаний привлечение денег на фондовом рынке для затрудняется существованием требований к сроку деятельности и объему выручки эмитента, отсутствием необходимых ресурсов для организации выпуска ценных бумаг, низким спросом инвесторов на ценные бумаги таких компаний.

Альтернативные инвестиции, такие как прямые инвестиции, мезонинное финансирование и краудфандинг, в международной практике являются одним из важнейших источников привлечения инвестиций для компаний на начальных стадиях развития. Инвесторы, которые предоставляют альтернативные инвестиции, обладают повышенный склонностью к рискам и выдвигают менее жесткие формальные требования к компаниям-реципиентам (сроку деятельности, наличию обеспечения и пр.)

Еще один вариант классификации раундов финансирования стартапа представлен на рисунке 4.

Рисунок 4 – Стадии венчурного капитала [36]

Таким образом, как видно из рисунка 4, выделяют следующие этапы венчурного финансирования:

– самый ранний этап – pre-seed инвестиции. Эта стадия, известный как «предварительное финансирование», обычно относится к периоду, когда основатели компании впервые начинают свою деятельность. Учредители вкладывают собственные ресурсы (в том числе и ресурсы FFF – friends, family, fools) в начала бизнеса. Затем начинают поиск возможностей грантовой поддержки или средства частных инвесторов, разбирающихся в их индустрии. Задачами стадии **pre-seed** является проверка гипотезы своей бизнес-идеи, выбор вектора деятельности и превращение гипотезы в продукт,

– затем следует **посевная** стадия (seed), на которой учредители привлекают так называемых бизнес-**ангелов**. Эти люди предоставляют средства для дальнейших исследований, тестирования потребностей рынка, найма команды и запуска производства,

– далее следует раунд А. Он ориентирован в основном на стартапы, которые имеют проверенную бизнес-модель, достойную клиентскую базу и уже приносят прибыль. Типичными инвесторами здесь являются венчурные фирмы, которые просят стартапы показать реальные данные и прогресс, полученный от предыдущих инвестиций. Они хотят, чтобы стартап превратился в ценную машину для зарабатывания денег, готовую к масштабированию и переходу на следующий уровень,

– раунд B помогает стартапам превратиться в предприятия. На данный момент они уже созрели, имеют большую базу пользователей и ищут возможности участия на уровне венчурного капитала. В то время как раунд финансирования серии A предназначен для того, чтобы действительно разработать команду и продукт, раунд финансирования серии B предназначен для вывода бизнеса на новый уровень, минуя стадию разработки. Томаш Тунгуз, известный венчурный капиталист из Redpoint, говорит, что финансирование серии B

– самый сложный раунд для начинающей компании. Как правило, до того, как начнутся раунды финансирования серии B, компания должна продемонстрировать серьезные достижения после раунда серии A. Таким образом, серия B должна дать толчок для роста за счет более крупного инвестиционного раунда,

– переход к раунду C предполагает еще более высокий уровень расширения. Раунд финансирования серии C обычно проводится для того, чтобы сделать стартап привлекательным для приобретения или поддержать публичное предложение. Это первая из так называемых инвестиций «поздней стадии». За ней могут следовать финансирования серии D, серии E, серии F, Серии G, и т. д. Несмотря на то, что имеется много готового капитала, многие компании даже не доходят до Серии C. Причина этого в том, что инвесторы серии C ищут прорывные компании, которые уже продемонстрировали значительную поддержку. Таким образом, размер сделки раундов финансирования серии C продолжает увеличиваться,

– выход на мезонинную стадию – ее часто также называют промежуточной стадией или допубличной стадией – означает, что компания является полноценным, жизнеспособным бизнесом. Многие из инвесторов, которые помогли ей достичь такого уровня успеха, теперь, вероятно, предпочтут продать свои акции и получить значительную прибыль от своих инвестиций.  А с уходом первоначальных инвесторов это открывает двери для инвесторов поздних стадий, которые надеются получить прибыль от продажи или IPO,

– этап выхода (экзит) – крайний, финальный этап в создании и развитии стартапа: осуществляется продажа пакета акций венчурного инвестора [3]. Этот этап венчурного капитала знаменует переход компании к событию ликвидности, будь то выход через слияния и поглощения или выход на биржу. Это открывает огромный объем финансирования, доступного на публичном рынке, а также новый уровень прозрачности. Однако это также означает дополнительную сложность, потому что теперь компании приходится иметь дело не только с инвесторами, но и с акционерами,

Продажа компании на заключительном этапе производится по ценам, которые в несколько раз превышают ее первоначальную стоимость, вследствие инвесторы получают от этой сделки большую прибыль. Теперь венчурная компания переходит на новую, более высокую ступень развития, начинает выпускать акции и становится акционерным обществом. Заключительный этап можно подразделить на два подэтапа:

1) IPO или первичное публичное размещение акций – это процесс публичного размещения частной компании путем размещения корпоративных акций на открытом рынке. Это может быть очень эффективным способом для растущего стартапа с доказанным потенциалом или давно зарекомендовавшей себя компании для сбора средств и вознаграждения предыдущих инвесторов, включая основателя и команду,

2) SPO («Secondary Public Offering») – это когда компания, которая уже провела первичное публичное размещение (IPO), выпускает новый набор корпоративных акций для широкой публики. Выручка от вторичного предложения выплачивается акционерам, которые продают свои акции, а не компании. Разница между этими этапами состоит в том, что первый процесс воздействует на изменение объема уставного капитала компании. На этапе SPO акции компании становятся наиболее ликвидными, так как привлекается намного большее количество акционеров, чем при проведении процесса IPO. Обычно, данный процесс применяют владельцы и создатели компании – первичные акционеры, или же венчурные фонды, тем самым получая значительную материальную выгоду от инвестиций в проект.

Основные особенности раундов финансирования стартапов представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Основные характеристики раундов финансирования проекта [28]

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Стадия | Описание | Объем финансирования | Источники финансирования |
| Pre-seed | Стартап находится на начальной стадии.  Тестовые продукты разрабатываются для проверки предположений. | <1 млн. долл | Основатель стартапа  Друзья и семья  Фонды ранней стадии (микровенчурные фонды) |

Продолжение таблицы 3

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Стадия | Описание | Объем финансирования | Источники финансирования |
| Seed | Идея превращается в бизнес.  Ключевые партнеры и сотрудники собраны.  Привлечение клиентов началось.  Разработка продукта все еще находится в процессе. | <2 млн. долл | Владелец стартапа  Друзья и семья  Инвесторы-ангелы  Ранние венчурный капиталисты |
| Round A | Продукт завершен  База пользователей создана | 3–20 млн. долл. | Акселераторы  Инвесторы-ангелы  Венчурные капиталисты  Корпоративные венчурные фонды  Семейные офисы |
| Round B | Соответствие продукта рынку подтверждено.  Стартапу нужны деньги для расширения.  Клиентская база растет умеренными темпами.  Стартапу требуется добавить больше членов команды, чтобы справиться с возросшей клиентской базой. | 10+ млн. долл. | Венчурные капиталисты  Корпоративные венчурные фонды  Семейные офисы  Венчурные капиталисты поздней стадии |
| Round C+ | Компания уже успешна.  Бизнес-модель приносит прибыль.  Выход на новые рынки,  Приобретаются новые предприятия.  Разработка новых предложений. | от 30 миллионов долларов до нескольких миллиардов. | Венчурные капиталисты на поздней стадии  Частные инвестиционные компании  Хедж-фонды  Банки  Корпоративные венчурные фонды |
| Выход | Компания становится публичной. | 100+ млн. долл. | IPO  Продажа  SPAC  Слияние |

Также существуют следящие формы выхода: продажа стратегическому инвестору (целевое поглощение), продажа финансовому инвестору (например, другому венчурному фонду) и др. [14].

Таким образом, венчурный капитал выступает важным экономическим инструментом, который используется для долгосрочного инвестирования инновационных компаний на всех этапах становления: от рождения до выхода или ликвидации. Важными характерными особенностями венчурной индустрии является высокая степень риска проектов и высокая степень доходности для инвестора, длительный срок окупаемости вложенных средств.

## **1.3 Экосистема венчурного рынка в России и альтернатива VC**

Настоящая венчурная экосистема представляет собой сеть взаимосвязанных компонентов венчурного рынка, объединенных между собой для ее поддержания и роста благодаря частному капиталу. Российская экосистема VC находится на стадии развития и является достаточно обширной.

Одними из главных источников инвестирования стартапов являются капитал частных инвесторов, которых также называют бизнес-ангелами, и венчурные фонды.

Обычно, финансирование проектов на ранних стадиях осуществляется ангельскими инвесторами. Яркими примерами успешных стартапов, проинвестированных бизнес-ангелами на начальном этапе развития являются Google, Amazon, Apple, Intel и другие.

В России по уровню деловой активности в инвестировании венчурных проектов можно выделить следующих частных инвесторов: Александр Румянцев («Венчурный Акселератор», Lowtrip), Богдан Яровой (Ticketscloud.org, Transfergo.com), Николай Белых (IbuildApp, Starta Capital), Сергей Дашков (Sarafan Technology, Engage VR), Виталий Полехин («Кнопка жизни», Printio.ru), Александр Бородич (Verbling,VKReader), и другие. Согласно рейтингу РВК в 2019 насчитывалось 89 бизнес-ангелов с российскими корнями, совершивших как минимум одну сделку. По другим данным количество бизнес-ангелов в России составляет от 200 до 300 человек [2].

Частные инвесторы все больше стремятся к объединению. Так, около 70% бизнес-ангелов состоят в профессиональных объединениях, клубах инвесторов таких, как: Venture Club, AngelsDeck, Сколковский клуб бизнес-ангелов, и крупных отраслевых ассоциациях – Национальной ассоциации бизнес-ангелов и Национальном содружестве бизнес-ангелов.

Одним из ключевых элементов в инфраструктуре венчурной экосистемы России являются венчурные фонды. Они выступают драйвером экономического развития для государства, так как осуществляют содействие в наращивании и поддержке инноваций и технологического предпринимательства. Существуют частные, частно- государственные и корпоративные фонды (инвестируют в интересах корпораций-учредителей) [15].

Российская венчурная компания, созданная по распоряжению правительства РФ в 2006 году для развития венчурного рынка Российской Федерации, выступает в роли инвестора частно-государственных фондов, трёх инфраструктурных фондов (Посевного фонда РВК, Инфрафонда РВК и Биофонда РВК), соинвестором в иностранные венчурные фонды и координатором государственных программ развития посевного и венчурного финансирования. При участии РВК было создано более 25 фондов, при объеме инвестиционных обязательств в размере более 30 млрд рублей.

К числу федеральных институтов развития относятся «Фонд Сколково», Фонд Содействия и Фонд развития интернет-инициатив. На региональном уровне также действуют местные фонды поддержки инновационных компаний, например, «Фонд развития инноваций» в Краснодарском крае, Moscow Seed Fund, «Фонд предпосевных инвестиций» в Санкт-Петербурге, «Красноярский краевой фонд поддержки научной и научно-технической деятельности». Данные венчурные фонды остаются основным источником инвестиций в прорывные технологии на наиболее перспективных рынках.

Наиболее активными на этапе посевных инвестиций являются Фонд развития интернет-инициатив, Moscow Seed Fund, QIWI Venture, Vestor.in 22 Partners, Universe Ventures, Starta Capital Accessor Fund, The United Venture Company, IMI.vc, Фонд посевных инвестиций РВК, Russian Ventures, Grishin Robotics, Softline Venture Partners и AddVenture. В числе фондов поздних стадий инвестиции осуществляли Flint Capital, Maxfield Capital, Impulse VC, TMT INVESTMENTS, группа фондов Massa Innovations, Almaz Capital, группа фондов i2bf, Vaizra Capital, Runa Capital, Bright Capital Energy, Imperious Group, Titanium Investments, Life.SREDA, LETA Capital, группа фондов Russia Partners, InVenture Partners, Инфрафонд РВК, Phenomen Ventures, SBT Venture, Target Ventures, Kite Ventures, ВЭБ Инновации, Guard Capital, FinSight Ventures, iTech Capital, Биопроцесс, Биофонд РВК, Лидер-инновации, IT-Online Venture, Genezis Capital, Fastlane Ventures, ABRT Venture Fund, ВТБ Капитал, 101StartUp, ru-Net Holdings, Buran Ventures.

Бизнес-акселератор – это еще один из важных звеньев в экосистеме венчурного инвестирования, представляющий собой институт помощи бизнесу, чаще всего на ранней стадии. Стартапы могут подать заявку на программу по ускоренному развитию от различных фондов, корпораций и институтов развития. Ускорение развития осуществляется за счет финансовой и экспертной поддержки, наставничества и обучения в обмен на долю акций компании. Венчурный центр в Колорадо был первым, кто начал использовать термин «акселератор». Затем, в 2005 году, была запущена «Y Combinator», предлагающая трехмесячные программы подготовки и небольшие посевные инвестиции. Сейчас это один из самых мощных акселераторов в мире. Данная модель инвестирования стала широко применяться по всему миру, насчитывая более 3000 акселераторов. Самые популярные из них: Techstars Boulder, Techstars Seattle, Founder Friendly Labs, AngelPad и другие.

В России насчитывается более 200 акселераторов. Примеры некоторых из них (таблица 4).

Бизнес-инкубаторы также участвуют в формировании Российской экосистемы венчурного финансирования проектов. Различие инкубаторов от акселераторов в том, что они полезны для стартапов на разных стадиях.

Проектам, находящимся на этапе идеи, больше подходит инкубатор. Здесь за небольшую ежемесячную плату можно получить доступ к самым разным ресурсам, которые помогут компании на старте. Долю в стартапе инкубаторы, как правило, за свои услуги не берут, но и финансирование тоже не предоставляют. Их главная задача: помочь начинающим предпринимателям избежать ошибок новичков и тем самым увеличить на начальном этапе выживаемость бизнеса.

Таблица 4 – Примеры Российских акселераторов [52]

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Тип акселераторов | Название акселератора | Сфера деятельности стартапа |
| Акселераторы фондов | 1) Акселератор ФРИИ.  2) Акселератор Технопарка «Сколково». | Технологические стартапы |
| Акселераторы институтов развития | 1) «Старт Хаб» на «Красном Октябре» от Агентства инноваций города Москвы и Департамента предпринимательства  2) Акселератор 500 Startups и «Сбербанка» | Технологические стартапы |
| Корпоративные акселераторы | 1) Цифровой акселератор СИБУРа.  2) Акселератор «Большая разведка» «Лукойла».  3) МТСSturtupHub. | 1) Технологические решения для Индустрии 4.0 и HR в нефтехимии.  2) Технологические решения для нефтегазовой отрасли.  3) Технологические решения для телекома. |
| Другое | 1) Global Startup Initiative НИУ ВШЭ.  2) Акселератор ED2.  3) Московский инновационный кластер  4) StartupEd.Market. | 1) Технологические решения для телекома EdTech и HR-tech.  2) IT-технопарк с различными видами поддержки стартапов.  3) Образовательные стартапы. |

Данные о количестве работающих в России инкубаторах варьируются. Так, согласно Ассоциации Акселераторов и Инкубаторов и Агентству стратегических инициатив в 2018 году общее число Бизнес-инкубаторов составило 260, из них:

– региональные бизнес-инкубаторы составляют 58% (151 инкубатор) – инкубаторы, созданные по программе поддержки малого и среднего предпринимательства Минэкономразвития, инкубаторы, открытие которых профинансировал сам регион),

– инкубаторы на базе вуза – 35% (91 инкубатор) – инкубаторы, созданные и функционирующие в высших учебных заведениях, финансирование - за счет средств вуза,

– инфраструктурные бизнес-инкубаторы – 6% (13 бизнес-инкубатор) – инкубаторы в кластерах, технопарках.

Корпоративные инвестиции становятся важным элементом венчурного рынка как в России, так и во всем мире. По данным РВК в России действуют 32 корпоративных инвестиционных фонда. Среди них: VTB Capital, Венчурный фонд технологий Сбербанка России (SBT Venture Capital, SberBank Venture Capital), QIWI Venture, Лайф. Среда (Life.SREDA), корпоративные подразделения иностранных компаний.

С развитием информационных технологий появились альтернативные формы венчурного инвестирования, именуемые цифровыми. К ним можно отнести коллективные формы инвестирования с использованием цифровых площадок и технологии «блокчейн».

Основные виды инвестирования на такого рода платформах – краудлендинг, краудинвестинг и краудревординг, являющиеся разновидностями краудфандинга.

Краудфандинг – вид альтернативного инвестирования, при котором инвесторы предоставляют небольшие суммы финансирования проектам, находящиеся на ранних стадиях развития, посредством инвестиционных платформ, преимущественно через Интернет или социальные сети.

Это современная инновационная технология, которая позволяет собирать необходимые средства для финансирования проектов или предприятий, за счет добровольных пожертвований, производимых заинтересованными в результатах деятельности лицами. Как правило, для краудфандингового проекта устанавливается конкретный срок окончания инвестирования. Фаундер указывает сумму, которую ему нужно собрать за это время. Принципом краудфандинга является прозрачность всех денежных потоков. Инвестор (бэкер) должен понимать, куда и в каком размере ушли его деньги. Взамен он получает либо часть будущей прибыли проекта, либо внесенные средства в полном размере. Некоторые проекты предусматривают безвозмездное пожертвование [61].

Все действия фаундеров и бэкеров должны соответствовать нормам 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [16].

Рассмотрим основные модели краудфандинга в таблице 5.

К концу 2019 года международный рынок краудфандинга составил 13,9 млрд долл. США, и к концу 2026 года прогнозируется его увеличение до 39,8 млрд долл. США [24].

Таблица 5 – Основные модели краудфандинга [24]

|  |  |
| --- | --- |
| Название модели | Описание |
| Благотворительный краудфандинг | Безвозмездное пожертвование средств на реализацию проекта |
| Наградной краудфандинг | Вложение денежных средств в обмен на получение индивидуальными инвесторами определенных товаров или услуг при реализации проекта |
| Краудлендинг или кредитный краудфандин | Одалживание денег авторам проектов под определенный процент |
| Краудинвестинг или инвестиционный крауд- фандинг | Участие в подобных проектах дает инвесторам право на долю в собственности, на получение части прибыли и т. п |

В странах, где развит рынок краудфандинга (например, США, Великобритании, Швейцарии) доминирующими инвесторами на таких платформах являются физические лица и институциональные инвесторы. В Великобритании около трети бизнес-ангелов инвестируют в проекты через инвестиционные платформы совместно с краудинвесторами [39].

Самыми известными в России краудфандинговыми платформами являются Planeta.ru, Kroogi, Boomstarter, Поток, Город денег [61].

Российский рынок сегмент находится на этапе становления. Причинами низкой популярности инвестиционных площадок являются:

– эффективность инвестирования ниже ожидаемой,

– высокие риски и низкий уровень доверия населения к инвестиционным платформам,

– отсутствие специальных знаний у розничных инвесторов для анализа размещенных на них проектов,

– низкий уровень информированности розничных инвесторов о механизмах работы, возможностях и рисках инвестиционных платформ для принятия обоснованных инвестиционных.

Также, с развитием цифровых технологий и расширением сферы применения технологии «блокчейн» в практику венчурных инвесторов вошла новая форма осуществления венчурных инвестиций в виде ICO, позволяющая решить часть проблем, которые возникают при реализации классического венчурного финансирования. ICO или первичное размещение монет (токенов) – это эмиссия токенов, предназначенных для оплаты услуг компании в будущем – в виде криптовалюты. Токены – это цифровые активы, которые инвестор получает в обмен на деньги [5]. При этом в отличие от IPO, покупатели цифровой валюты не получают доли в компании и никак не могут воздействовать на внутренние управленческие решения [13]. Поэтому ICO рассматривается как еще одна модель краудфандинга, когда участники финансируют развитие компании сейчас для того, чтобы получить от неё какие-то блага в будущем [7].

Таким образом, можно сказать, что экосистема России находится на этапе развития, но уже сейчас стремительно растет и развивает инновационные технологии страны.

**2 Анализ международного и российского опыта развития венчурного капитала**

## **2.1Анализ мирового рынка венчурного капитала**

Инвестиции в акционерный капитал предприятий на их ранних стадиях развития, именуемые венчурным капиталом (Venture Capital – VC), являются, наряду с прямыми инвестициями (Private Equity – PE), популярным и динамично развивающимся направлением инвестиционной деятельности, получившим наиболее широкое распространение в США и Европе.

Так, согласно оценке KPNG, глобальные венчурные инвестиции выросли с 347 миллиардов долларов в 31 623 сделках в 2020 году до колоссальных 671 миллиарда долларов в 38 644 сделках в 2021 году (рисунок 5). Как отмечается в различных отчетах и докладах, опубликованных в начале 2022 года ключевыми исследовательскими компаниями, это был рекордный год для венчурных инвестиций во всех регионах мира.

Рисунок 5 – Ежегодное глобальное венчурное инвестирование и количество сделок, млрд долл. [30]

Венчурные инвестиции в Северной и Южной Америке выросли более чем вдвое: со 175 млрд долларов США в рамках 13 600 сделок в 2020 году до 361 млрд долларов США в рамках 17 449 сделок в 2021 году (рисунок 6).

Рисунок 6 – Объем инвестирование и количество сделок в четвертом квартале 2021 года по регионам мира, млрд долл. [22]

Как видно из рисунка 7, на протяжении всего 2021 года Азия лидировала по доле глобальных сделок, за ней следуют США и Европа.

Рисунок 7 – Доля сделок по кварталам по регионам мира 2021, % [26]

Европейская комиссия, которая является высшим органом Евросоюза, близко сотрудничает со странами-членами для развития венчурной индустрии в регионе. Европейский венчурный капитал также удвоился с 54 миллиардов долларов за 8968 сделок в 2020 году до 123 миллиардов долларов за 9710 сделок в 2021 году [23].

В 2021 году в Азиатско-Тихоокеанском регионе венчурные инвестиции составили 181 миллиард долларов США по 10 498 сделкам – по сравнению со 116 миллиардами долларов США по 8 385 сделкам в 2020 году.

Рисунок 8 – Активность венчурного капитала в четвертом квартале 2021 по регионам [20]

Из рисунка 8 видно, что объем инвестирования в США больше, чем в Европе и Азии вместе взятых, а количество сделок в Азии превышает их количество в США.

Проанализируем также финансирование на ранней стадии (рисунок 9).

Финансирование на ранней стадии достигло 201 миллиарда долларов, вложенных в 8000 компаний в прошлом году, по сравнению с 101 миллиардом долларов в 2020 году в более чем 6500 компаний [35].

Рисунок 9 – Ежеквартальные инвестиции на раннем этапе за

2020–2021 гг. [21]

Также стоит отметить, что посевное финансирование выросло на 56% в годовом исчислении и составило 29,4 миллиарда долларов в 2021 году, согласно данным Crunchbase, при этом более 17 000 стартапов по всему миру привлекли финансирование на посевном этапе (рисунок 10).

Рисунок 10 – Квартальные посевные инвестиции за 2020–2021 гг. [27]

Еще одним аспектом сильного венчурного рынка является надежная работа венчурных фондов. По сравнению с другими классами активов частного капитала венчурный капитал превосходит их во всех, кроме самых коротких горизонтах. Особенно примечательно то, на сколько венчурный капитал превосходит частный капитал как на краткосрочном, так и на долгосрочном горизонтах (таблица 6).

Таблица 6 – Годовые горизонты доли классов активов [40]

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Кв3.2021 | 1 год | 3 года | 5-лет | 10 лет |
| Частные инвестиции (Private capital) | 4,3% | 42,0% | 14,4% | 16,3% | 13,3% |
| Частный капитал (Private equity) | 3,4% | 54,9% | 22,9% | 20,6% | 15,6% |
| Венчурный капитал (VC) | 9,0% | 65,5% | 29,0% | 22,2% | 16,2% |
| Недвижимость (Real Estate) | 6,3% | 15,2% | 7,7% | 9,6% | 11,2% |
| Реальные активы (Real assets) | 5,1% | 19,0% | 4,7% | 7,1% | 6,1% |
| Частный долг (Private debt) | 2,1% | 19,0% | 8,2% | 9,0% | 8,9% |
| Инвестиции с участием нескольких менеджеров (Funds of Funds) | 9,1% | 49,3% | 20,9% | 17,9% | 12,7% |
| Вторичный рынок (Secondaries) | 11,9% | 42,3% | 15,5% | 15,5% | 12,8% |

Исходя из таблицы 6 видно, что венчурный капитал превосходит частный капитал как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Следует отметить и то, что самым значительным явлением, стоящим за массовым ростом венчурного финансирования, был еще более быстрый рост очень крупных мега-раундов на сумму более 100 миллионов долларов. На современном рынке венчурные и частные фонды сами обеспечивают большую часть финансирования до IPO, а поздние раунды имеют огромные размеры:

– количество глобальных мега-раундов подскочило до 1556 сделок по сравнению с 630 мега-раундами в 2020 год,

– мега-раунды в настоящее время составляют 59% от общего объема финансирования, но только примерно 5% от количества сделок.

Рассмотрим деятельность по сделкам в США, включая мега-раунды (100 миллионов долларов или более) (рисунок 11).

Рисунок 11 –Деятельность по сделкам в США [35]

Рост числа мега-сделок приводит к рекордному общему объему инвестиций в 238,7 млрд долларов общего капитала, привлеченного компаниями, поддерживаемыми венчурными капиталистами, что намного превышает прошлогодний максимум в 166,4 млрд долларов.

В феврале 2022 года на фоне общего роста финансирования, общее количество глобальных единорогов в мире – частных компаний по всему миру стоимостью более 1 миллиарда долларов – составило 1065, что на 69% больше, чем в предыдущем году. В совокупности эти компании стоят более 3,5 трлн долларов. 44 компании оценили decacorn ($10 млрд+) [31].

Примерно 60% единорогов 2021 года базировались в Северной Америке. Из них 84 портфельные компании стали единорогами в 2020 году, а в 2021 году их число увеличилось более чем втрое до 310 компаний. В Европе было почти 60 компаний, что в четыре раза больше, чем за тот же период в предыдущем году (рисунок 12).

Рисунок 12 – Количество единорогов в мире на 2021 по странам [37]

Однако хотелось бы отметить и то, что в некоторых случаях оценки компаний-единорогов были немного сомнительными, поскольку сумма денег, вложенных в эти раунды, была небольшой и была сделана в основном существующими акционерами.

Согласно отчету CB Insight, количество венчурных сделок относительно неуклонно росло ежеквартально с начала 2020 года и приближалось к 10 000 сделок, пока рост не остановился в четвертом квартале 2021 года. Однако, необходимо выделить такие аспекты, как:

– количество сделок росло значительно медленнее, чем общая сумма сделок в долларах. Сверхактивный венчурный рынок не увеличил количество заключенных сделок, речь идет скорее о мега-раундах,

– Европа демонстрировала странный дисбаланс: существует очень активный рынок на ранней стадии, но лишь ограниченные последующие инвестиции на средней стадии,

– Азия лидировала по доле сделок в 4 квартале 2021 году (рисунок 13).

Рисунок 13 – Доля сделок на этапах инвестирования по регионам за 4 квартал 2021 [20]

Проанализировав данные, можно заметить, что более высокие оценки, мега-раунды и единороги естественным образом увеличивают средний и медианный размеры сделки во всех регионах.

**Так, в настоящее время лидирует Азия со средним размером сделки в 6 миллионов долларов**, США занимают второе место с 5 миллионами долларов, а Европа отстает со значительно меньшим медианным размером сделки в 3 миллиона долларов.

Рассмотрим таже самые активные секторы инвестирования.

Финансовые технологические компании привлекли 132 миллиарда долларов в 2021 году, что составляет 21% всех венчурных инвестиций. Общий объем Fintech выросло на 169% по сравнению с 49 млрд долларов в 2020 году (рисунок 15). Аналитики отмечают, что 1 доллар из каждых 5 долларов ушел в данный сектор.

Рисунок 15 – Ежегодное глобальное финансирование финтех и количество сделок, млрд. долл. [21]

Здесь же наблюдается самая высокая доля сделок на ранних стадиях среди всех отраслей, что указывает на то, что этот сектор созрел для взрыва в 2022 году.

Следует упомянуть и другие важные активные сегменты:

– продолжающаяся цифровая трансформация, особенно в сфере здравоохранения, услуг B2B и автомобильной промышленности,

– чистые технологии, особенно технологии, связанные с водородом,

– компьютерная безопасность.

Искусственный интеллект и машинное обучение продолжают доминировать в качестве важных технологических тенденций, но в сравнении с предыдущими годами интерес приутих. Согласно Google Trends, количество запросов «машинное обучение» сокращается, а количество запросов «ИИ» за последние 18 месяцев не изменилось.

Масштабы венчурных инвестиций, ориентированных на ESG (экологические, социальные и управленческие), также выросли, при этом все большее внимание уделяется технологиям с нулевыми выбросами или низким уровнем выбросов в таких секторах, как инвестиции в продукты питания и водород.

Цифровая трансформация стала обязательной для компаний во всех отраслях, что также привело к росту активности в сфере слияний и поглощений. Количество сделок по слиянию и поглощению выросло за шесть кварталов, в результате чего в четвертом квартале 2021 года было совершено рекордное количество сделок – 2938.

Нетрадиционные инвесторы стали играть важную роль на рынке венчурного капитала и навсегда изменили лицо венчурного инвестирования. По оценкам PitchBook, эта группа, которую часто называют «туристами» венчурного рынка, вместе владеет инвестиционным капиталом на сумму 350 миллиардов долларов. На рисунке 16 представлены размеры сделок и их оценки, которые достигли новых максимумов.

Рисунок 16 – Медианный объем сделок по этапам финансирования за 2012–2021 гг, млн. долл. [41]

Активность сделок находится на рекордно высоком уровне. Так как, средний размер раунда на ранней стадии подскочил до 10 миллионов долларов в 2021 году с $7 млн ​​в прошлом году. Между тем, всплеск цен на поздних стадиях говорит о том же; по сделкам на сумму 50 миллионов долларов и более средняя оценка подскочила до 800 миллионов долларов против 446 миллионов долларов в прошлом году.

В 2021 году было совершено более 10 000 сделок по слияниям и поглощениям – это также новый рекорд, который показал рост на 58% по сравнению с 2020 годом.

Слияния и поглощения по-прежнему доминируют как наиболее типичный путь выхода, но IPO приносят больше денег.

Глобальный корпоративный венчурный капитал оставался на пике закрытия года: в четвертом квартале 2021 года было инвестировано 81 миллиард долларов, что сделало его вторым по величине кварталом за всю историю и достигло рекордной годовой суммы в 315 миллиардов долларов [19].

Рекордное количество венчурных компаний также стало публичным в 2021 году. Многие из них стали публичными, по огромной оценке, 238 компаний дебютировали на публичных рынках на сумму более 1 миллиарда долларов в 2021 году по сравнению с 61 компанией в 2020 году, что можно увидеть на рисунке 17.

Рисунок 17 – Глобальные венчурные компании стоимостью более 1 млрд. долл. При публичном выходе [25]

Рекордное количество компаний пошло дальше: 35 дебютировали на сумму более 10 миллиардов долларов в 2021 году по сравнению с 13 в 2020 году.

Таким образом, в настоящее время мировой рынок VC переживает очередную стадию бурного подъема за счет растущего числа стартапов, а также увеличения инвестиций взаимных фондов и банковских учреждений в венчурный капитал. Кроме того, расширяющаяся инвестиционная деятельность в различных отраслевых вертикалях, таких как здравоохранение, биотехнологии, сельское хозяйство, СМИ и развлечения, также способствует росту рынка. К тому же венчурные капиталисты используют алгоритмы и машинное обучение (МИ) для обнаружения стартапов с более высоким потенциалом роста для принятия более эффективных инвестиционных решений.

Однако на рост рынка значительно сказалось глобальное распространение коронавирусной инфекции (COVID-19) и последующие ограничения, введенные правительствами ряда стран. Поэтому различные организации и их оперативная деятельность внезапно остановились. В связи с этим венчурные капиталисты меняют свои планы, чтобы выжить в быстро меняющихся рыночных условиях.

## **2.2 Венчурный рынок в России**

Венчурная индустрия, для которой характерны потенциально высокий риск и повышенная доходность, является относительно молодой сферой деятельности в современной России. Ее первые шаги относятся к 1993 г. и связаны с финансированием Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР) программы развития Региональных фондов венчурного капитала на территории России. Действующие на тот момент венчурные фонды, являвшиеся членами ЕББР, приняли решение о формировании одноименной организации, объединяющей их интересы по развитию прямых и венчурных инвестиций на территории страны и в 1997 г. основали Российскую ассоциацию венчурного инвестирования (РАВИ) [57]. В 2006 г. правительство сформировало важнейший институт развития венчурного рынка России – Российскую венчурную компанию (РВК), целью которой стало содействие в развитии инвестиционно-инновационной и венчурной деятельности в стране [61]. В ноябре 2020 г. РВК перешло под управление Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ), который ведет инвестиционную деятельность и привлекает капитал в наиболее перспективные и инновационные сферы российской экономики.

Следует отметить, что за последнее время качество российских стартапов улучшилось. Российский человеческий ресурс, особенно в сфере ИКТ, имеет устоявшуюся позитивную репутацию во всем мире. Многие основатели перспективных компаний c российскими корнями стали думать «по-западному». Если в 2020 году объем инвестиций пережил сокращение на 18% до $704 млн, то в прошлом году вырос в три с половиной раза до $2,4 млрд. При этом количество сделок увеличилось несущественно – до 311 против 279 годом ранее.

Взрывному росту рынок обязан увеличению среднего чека на всех стадиях. В три раза до $0,7 млн вырос средний чек в сделках с компаниями на посевной стадии. В 2,8 и 2,1 раз до $109,4 млн и $17,3 млн соответственно вырос чек на стадиях зрелости и экспансии (таблица 7).

Таблица 7 – Сравнение количества, объема сделок и среднего чека сделок на рынке VC в России [48]

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Количество сделок, шт | | Объем сделок (млн $) | | Средний чек (млн $) | |
|  | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 |
| Посев | 118 | 117 | 28 | 78 | 0,24 | 0,7 |
| Стартап | 79 | 77 | 91 | 138 | 1,15 | 1,8 |
| Рост | 58 | 71 | 264 | 387 | 4,55 | 5,5 |
| Экспансия | 20 | 35 | 63 | 607 | 8,13 | 17,3 |
| Зрелость | 4 | 11 | 159 | 1204 | 39,75 | 109,4 |
| Итог | 279 | 311 | 704 | 2413 |  |  |
| Выходы | 23 | 56 | 2508 | 2146 |  |  |

Еще одна важная особенность прошедшего года: если в 2020-м на российском венчурном рынке не было ни одной сделки объемом более $100 млн, то в 2021 году аналитики Dsight насчитали сразу одиннадцать таких сделок. В общей сложности эти сделки обеспечили $1,2 млрд или 50% объема всего рынка

За 2021 отечественный рынок привлек рекордные суммы инвестиций и показал все признаки устойчивого и зрелого роста как на ранней стадии, так и в сегменте поздней стадии и выхода компаний на ipo (рисунок 18).

Рисунок 18 – Число и объем венчурных инвестиций 2016–2021 по полугодиям [48]

Рассмотрим также самые активные секторы инвестирования.

E-commerce и Business Software – лидеры по количеству сделок. Также индустрия компьютерных игр давно является быстро развивающимся сектором. Пандемия и долгие месяцы самоизоляции по всему миру прибавили интерес к нему со стороны пользователей и инвесторов. В 2021 году аналитики Dsight зафиксировали в сфере гейминга 18 сделок на почти $45 млн.

Не угасает интерес инвесторов к сегментам MedTech и EdTech, популярность которых выросла в условиях пандемии. Так, за период 2019–2021 годы MedTech вырос более чем в три раза, с 10 млн долл. в 2019 г. (7,6% доля от всего объема VC инвестиций) до 36 млн в 2021 г. (рисунок 19).

Рисунок 19 – Количество сделок по сегментам инвестирования за 2021 г., шт. [48]

Относительно невысокое количество сделок (11 сделок из 311 за 2021 г.) связано с жесткой регламентацией данной сферы, так как российские медицинские проекты должны получать регистрационное удостоверение Минздрава РФ, как и для оборудования, так и для программного обеспечения.

Важно отметить и неослабевающий интерес инвесторов к финтех-старпатам (рисунок 20).

Рисунок 20 – Объем венчурных инвестиций по сегментам за 2021 г., млн. долл. [48]

Несмотря на то, что по количеству совершенных сделок данный сегмент находится на пятом месте, по объему привлеченного инвестирования он является лидером составив 395 млн долларов.

Крупнейшими сделками на рынке стали сделки среди компаний-единорогов, которые можно увидеть в таблице 8.

Таблица 8 – Крупнейшие сделки на Российском рынке за 2021 г. [48]

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Месяц | Компания | Инвесторы | Объем сделки (млн долл) | Сегмент рынка |
| Октябрь | TraidingView | Tiger Clobal Management | 298 | FINTECH |
| Май | Acronis | CVC Capital Partners | 250 | CYBERSECURITY |
| Май | IVI | VTB Capital, RDIF, Flashpoint, Baring Vostok | 250 | ENTERTAINMENT |
| Ноябрь | ACCEL Club | RedSeed Ventures, Flyer One Ventures, Worth Wall Capital | 170 | E-COMMERCE |
| Сентябрь | inDrive | Insight Partners, Bond Capital, General Catalyst | 150 | TRANSPORT/lOGISTICS |

Кампании ivi удалось в мае привлечь $250 млн. Сделка, проходившая по оценке около $1 млрд, стала крупнейшей в истории российского венчурного рынка (для компаний, работающих преимущественно в России).

Интересной тенденцией является и то, что единорогами становятся компании из регионов так, например inDriver – сервис такси, основанный в Якутске, работающий с США и ЮАР, привлек $150 млн от инвестиционных фондов Bond Capital, Insight Partners и General Catalyst при оценке в $1,23 млрд.

Средняя доля иностранного капитала в общем объеме составляет 21,8% за последние три года. При этом по итогам 2021 г. Иностранные инвесторы увеличили вложения в шесть раз до $645 млн. В 2021 году основным источником инвестиций на венчурном рынке стали иностранные и частные российские фонды. На их долю пришлась почти половина всех сделок и 76% их общего объема – $1,8 млрд, а частные фонды занимают практически 40% от всех инвестиций за 2021 год (рисунок 21)

Рисунок 21 – Доли от общего объема инвестиций, % [48]

В таблице 9 представлен размер сделок основных типов инвесторов.

Таблица 9 – Размер и количество сделок основных типов инвесторов, в млн рублей [51]

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Тип инвесторов | Размер сделки, млн руб. | Количество сделок, шт. |
| Иностранные инвестиции | 44 457,7 | 14 |
| Корпоративные инвесторы | 11 599,3 | 41 |
| Частные инвесторы | 3 005,0 | 61 |
| Госфонды | 2 327,8 | 29 |
| Частные фонды | 23 802,1 | 48 |
| Акселераторы | 53,6 | 28 |

Как видно из таблицы 9, корпоративный сектор занимает 3 место по размеру сделок после частных фондов. Так, было зафиксирована 41 сделка на сумму ₽11,5 миллиарда; что почти в два раза больше, чем в прошлом году. Причина заключается в том, что крупные компании осознали пользу приобретения стартапов и взаимодействия с ними.

Важной тенденцией российского рынка VC стало снижение активности госфондов. Это направление заметно просело по объему закрытых раундов. Не выросло и число сделок. Известно о 29 сделках на общую сумму в 2,3 млрд рублей против 3,9 млрд годом ранее (таблица 9).

Инвестиции частных инвесторов по-прежнему остаётся наиболее закрытыми, так как участники таких сделок не склонны раскрывать информацию и предпочитают анонимность. Как показало исследование фонда The Untitled Ventures совместно с «Русским венчуром», около 20% случаев объемы инвестиционных вложений и имена инвесторов скрываются (таблица 10).

Таблица 10 – Соотношение сделок с известной суммой и сделок с нераскрываемыми данными [51]

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Тип инвестиций | Количество сделок, шт | В процентах |
| Сумма известна | 177 | 80,09% |
| Сумма скрывается | 44 | 19,91% |

Несмотря на это, в 2021 году было закрыто 61 сделка, а общий объем инвестиций составил примерно 3,0 млрд руб. В 2019 году можно было наблюдать падение активности частных инвесторов, но с 2020 года тренд изменился – инвестиции бизнес-ангелов в российские стартапы за год выросли практически в 3 раза. Изменения в инвестировании стартапов бизнес-ангелами можно увидеть в таблице 11.

Таблица 11 – Изменения в инвестировании стартапов бизнес-ангелами, 2019–2021 гг. [51]

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Год | Объем сделок, млрд руб | Количество сделок, шт |
| 2019 | 1,2 | 19 |
| 2020 | 3,7 | 55 |
| 2021 | 3,0 | 61 |

Характерно, что в среднем проходит достаточно много времени, чтобы российская компания вышла на IPO. Например, компания Ozon, одним из инвесторов которой на первичных стадиях выступал фонд RTP Global (ранее Ru-Net), была основана в 1998 г. и провела IPO на бирже Nasdaq в 2020 г. Компания привлекла 1,2 млрд долл., стоимость ее акций в дальнейшем продемонстрировала такой уверенный рост, что некоторые участники рынка охарактеризовали это IPO, как один из самых успешнейших выходов российской компании на публичный рынок.

IPO (продажа акций на бирже) является не единственным способом продажи бизнеса и выхода из венчурной сделки.

Есть несколько других инструментов по фиксированию прибыли: продажа стратегическому/финансовому инвестору, выкуп компании менеджментом и т. д. Рисунок 22 показывает, что самым популярным способом, с долей 60,9%, является продажа стратегическому инвестору (14 сделок по итогам 2020 г.), при этом, исторически, IPO является самым редким методом выхода (одна сделка по итогам 2020 г., ноль сделок в 2015–2019 гг.).

Рисунок 22 – Способы выходов с участием VC фондов за 2020 год по количеству сделок [48]

По результатам 2020 г. количество сделок с венчурным капиталом сократилось на 7,8% до 95, при этом объем венчурных инвестиций вырос на 6,1% до 139 млн долларов [12].

Совокупный среднегодовой темп роста за последние 15 лет составил всего лишь 4,5% и это говорит о значительной стагнации рынка венчурных инвестиций несмотря на рост количества сделок почти в два раза. Среднее значение и медиана объема составляют 161 и 145 млн долл. (рисунок 23).

Также видно, что исторически на долю начальных стадий стартапов приходится существенно меньше капитала, чем на позднюю. Так, по итогам 2021 года, в проекты на стадиях экспансии и зрелости инвесторы вложили $1,8 млрд против скромных $322 млн в 2020 году. Это рекордный показатель и на горизонте предшествующих пяти лет, когда объемы инвестиций не превышали $650 млн.

Конечно, их суммы за 2021 год почти $1 млрд приходится на четыре крупнейшие сделки, упомянутые выше: tradingview, clickhouse, Acronis и ivi. Количество сделок выросло в два раза: с 24 до 46.

Рисунок 23 – Объем VC инвестиций и количество сделок за 2006-2020 гг. [58]

Этот и другие описанные выше тренды – появление большого числа компаний-единорогов и рост инвестиций со стороны частных, в том числе международных фондов – не только российский тренд.

Венчурные инвестиции в компании поздних стадий растут и на европейском рынке, и в США (рисунок 24).

Рисунок 24 – Количество сделок по раундам инвестиций, 2021 г. [48]

По оценкам аналитиков Dsight, глобальный венчурный рынок вырос почти вдвое до $650 млрд, европейский – почти в пять раз до $117 млрд. Более чем в два раза выросли объемы инвестиций на стадиях С и D+. При этом, стоит отметить, что в 2021 году 53% всех сделок на российском венчурном рынке пришлась на компании ранних стадий. Инвесторы вложили в них $159 млн.

На рисунке 24 можно заметить, что посевной раунд стал самым популярным среди инвесторов.

В стартапы в России чаще всего в 2021 году инвестировали крупные экосистемы такие, как: «VK», «Сбер», «Яндекс», МТС и ВТБ. Рассмотрим процентное соотношение сделок, приходившихся на покупателей сатрапов в 2021 году (рисунок 25).

Согласно исследованию, проведенному венчурным инвестором Алексеем Соловьевым в партнерстве с «Лабораторией Касперского», EY и DS Law, на долю крупных экосистем пришлось 22 %. Лидерство экосистем, по мнению основателя Fort Ross Ventures Виктора Орловского, связано с усилением конкуренции.

Рисунок 25 – Покупатели стартапов за 2021 год, % [49]

Как видно из рисунка 25, компании с госучастием стали покупателями стартапов и источником выхода для инвесторов в 2 % случаев. Это указывает на то, что несмотря на глобальную цифровизацию, государственные компании не спешат покупать инновации напрямую.

Относительно новое направление инвестирования для России – краудфандинг, только начинает развиваться. В 2018 году в России общий объем заключенных сделок с применяем инвестиционных платформ составил 12 млрд руб. (172 млн долл. США). На краудлендинг приходилось около 90% всех сделок. Общий объем заключенных сделок с использованием инвестиционных платформ в России в 2020 году составил более 7 млрд рублей (110 млн долл. США), что на 53% меньше, чем в 2018 году. По итогам 2019 г. российский рынок краудфандинга составляет лишь 0,8% от мирового [18].

Помимо частных и корпоративных инвесторов российские стартапы могут рассчитывать на грантовую поддержку. Она фактически не уступает по объему венчурному рынку и при этом дает возможность привлечь финансирование большему числу проектов.

Например, по результатам конкурса Фонда президентских грантов в 2021 году поддержку получили 2144 проекта на 4,2 млрд рублей или $56 млн по среднему курсу прошедшего года.

В 2020 году фонд выделил гранты на 12,8 млрд рублей или $128 млн, поддержав, по собственным данным, не меньше 2800 проектов. Итоги работы фонда за 2021 год еще не подведены, по одной только программе «Коммерциализация» гранты на 4,7 млрд рублей ($64 млн) получили 285 проектов. Кроме того, в 2021 году фонд стал оператором государственной программы по поддержке разработок в сфере искусственного интеллекта, на которую до 2024 года выделено около 2,3 млрд рублей.

Таким образом, Российский венчурный рынок находится на новом этапе развития, а его показатели показывают уверенную положительную динамику несколько лет подряд. При этом ландшафт венчурной отрасли, структура отраслевых и стадийных предпочтений постепенно преобразовывается по образцу зрелых рынков западных стран. Ключевым фактором роста предложения капитала становятся корпоративные игроки, которые активно осваивают венчурный инструментарий и формируют портфель инновационных проектов.

# **3 Применения зарубежного опыта венчурного инвестирования в российской экономике**

## **3.1 Основные направления совершенствования венчурного инвестирования в России**

Последние годы российский венчурный рынок активно развивается, но при этом его доля оценивается лишь в 0,35% мирового, что существенно уступает доле России в мировой экономике. Это говорит о том, что наше государство обладает огромным нереализованным потенциалом в данной сфере.

На основе информации, полученной в результате анализа во второй главе данной работы, определим ряд проблем, которые замедляют развитие Российского рынка венчурного капитала.

1. Одной из главных проблем развития венчурного инвестирования в России является несовершенство законодательной базы, которое провоцирует ряд сопутствующих проблем, в том числе и недостаточное финансирование стартапов бизнес-ангелами, в связи с отсутствием налоговых преференций для них.

Регулирование венчурной индустрии осуществляется в рамках общего законодательства, которое достаточно широко, но при этом не адаптировано под нужды физических и юридических инвесторов, в особенности это касается налогообложения, интеллектуальной собственности, защиты прав инвесторов.

Перенятие опыта зарубежных стран в совершенствовании законодательной базы могло бы способствовать сближению национального законодательства с международными нормами, что превратило бы российский рынок VC в более понятный и интересный для иностранных инвесторов (таблица 12).

Отсутствие единой повестки и приоритетных направлений государственной политики в сфере венчурного инвестирования является одной из причин недостаточной развитости рынка VC.

Таблица 12 – Мероприятия, связанные с решением проблемы несовершенства законодательной базы, планируемые результаты

|  |  |
| --- | --- |
| Мероприятия | Планируемый результат |
| Для юридических лиц | |
| Снятие законодательных ограничений в области выхода на рынок некоторых типов институциональных инвесторов (негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний), которые могли бы инвестировать в венчурные проекты (по опыту США – изменения, внесенные в закон о гарантированном обеспечении).  При этом разработав ограничения по вложениям в высоко рискованные проекты (например, возможность негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний вкладывать только в те стартапы, которые прошли независимую экспертизу), с целью снижения рисков возникновения социальных и экономических потрясений. | Увеличение объема привлеченных инвестиций в инновационную сферу. По данным АО «РВК», инвестирование даже 5% резервов российских НПФ обеспечит приток на рынок около 200,0 млрд рублей потенциальных инвестиций. Согласно стратегии развития венчурного рынка к 2030 году доля НПФ в капитале венчурных фондов должна составить не менее 10%. |
| Снижение налоговой базы при расчете налога на прибыль при: создании корпоративных венчурных фондов, участии в венчурных фондах корпораций в форме LP, финансировании компаниями высокотехнологичных проектов. | Увеличение количества корпоративных венчурных фондов, более активное финансирование высокотехнологичных проектов. |
| Увеличение повышающего коэффициента к фактическим затратам на НИОКР с 1,5 до 2, в целях уменьшения налоговой базы по налогу на прибыль. | Снижение налогового бремени с компаний, инвестирующих в НИОКР. |
| Для физических лиц | |
| Разработка налоговых механизмов для стимулирования бизнес-ангелов, на основе международного опыта:  – снижение ставки НДФЛ с 13% до 8%,  – вычет 50% из суммы НДФЛ,  – единовременный возврат НДФЛ в размере 50% инвестиций. | Повышение экономической заинтересованности венчурных инвесторов к высокорискованным проектам.  Снижение налогового бремени бизнес-ангелов. |

Ключевым фактором для большинства инвесторов при принятии решения об инвестировании выступает доходность проекта. Поэтому, единственным способом увеличения количества сделок частных инвесторов в несколько раз является повышение инвестиционной привлекательности высокорисковых вложений.

На основе анализа международного опыта стимулирования бизнес-ангельских инвестиций, налоговый вычет, который позволяет уменьшить налогооблагаемую базу по НДФЛ на 50 % от суммы инвестиций, считается наиболее эффективной мерой с точки зрения влияния на доходность вложений [58].

2. Отсутствие информационной прозрачности венчурного бизнеса в России (таблица 13).

Применение блокчейн технологий помогает ускорить бизнес-процессы и сделать обмен быстрым и точным благодаря трём принципам системы [54]:

– распределенность (все данные хранятся независимо друг  
от друга у всех участников сети),

– прозрачность (участники могут проследить историю  
до первой операции),

– неизменность (данные в блокчейне неизменяемы и неопровержимы).

Таблица 13 – Мероприятия, направленные на решение проблемы, связанной с информационной прозрачности венчурного бизнеса в РФ, планируемые результаты

|  |  |
| --- | --- |
| Мероприятия | Планируемый результат |
| Создание на базе ВЭБ.РУ (государственной корпорации развития) блокчейн-платформы для участников рынка венчурного капитала, с целью прямого обмена данными между инвесторами и получателями инвестиций без посредников. (По аналогии с разработкой СберБанка «Лаборатория блокчейн») | Повышение информационной прозрачности и эффективности работы венчурной индустрии, за счет возможностей, которые открываются благодаря блокчейн системе:  – ведение прозрачных агрегированных цифровых реестров по сделкам, объемам инвестиций и количеству фондов и выходов из венчурного бизнеса,  – создание общих фонды страхования (p2p), обеспечение комплексного покрытия рисков, возможность точнее рассчитывать убытки. |

Такой инструмент позволит решить сразу несколько проблем венчурного рынка, в том числе и нехватку платформ, где можно реализовывать стартапы (на базе блокчейн можно создать такие платформы), а также повысить эффективность работы действующей венчурной инфраструктуры (бизнес-акселераторов, инкубаторов и т.д)

3. Недостаточное финансирование стартапов государством на ранних стадиях, в том числе из-за недостатка бюджетных средств (таблица 14).

В настоящее время, ожидается, что Российская индустрия венчурного капитала будет становиться более закрытой, нацеленной на развитие предпринимательства в рамках государства. В сложившихся условиях, рынку нужна позитивная повестка, которая может возникнуть за счет создания юридических и экономических условий, которые бы обеспечивали компенсации за риски, связанные с венчурным инвестированием, а не перекладывали их на предпринимателей.

Таблица 14 – Мероприятия, связанные с решением проблемы недостаточного финансирования стартапов государством на ранних стадиях, планируемые результаты

|  |  |
| --- | --- |
| Мероприятия | Планируемый результат |
| Смещение фокуса государственной поддержки венчурных проектов на поздних стадиях, имеющих минимальные риски недостижения заявленных результатов, на более ранние этапы финансирования (стадии посева и стартапа). | Снижение инвестиционных рисков на ранних стадиях.  Формирование доверительных отношений между государством, венчурным инвестором и получателем инвестиций. |
| При формировании федерального бюджета на очередной финансовый год и плановый период целесообразно выделение дополнительных бюджетных средств на расходы на инновационную деятельность, включая расходы на венчурное и (или) прямое финансирование инновационных проектов. | Возможность для небольших венчурных компаний разрабатывать, содержать и внедрять инновационные продукты. |

Государство должно выступать стабилизатором процесса и гарантом незыблемости «правил игры». В связи с этим, необходимы изменения в характере государственной поддержки венчурных компаний. Государственная помощь преимущественно должна состоять в поддержке экосистемы, а не в активном участии в управлении инвестиционными процессами и излишнем его регулировании. Частные инвесторы не должны конкурировать с государством, так как по своей сущности, венчурный капитал – это частный капитал, иначе работа системы будет нарушена. Поэтому целесообразно сокращение финансового участия государства в работе венчурных фондов (оптимальный уровень вложений составляет 10-20%).

4. Нехватка квалифицированных кадров в сфере венчурного инвестирования. Необходимо налаживать партнерские отношения с основными игроками международного венчурного рынка. Данная тактика уже показала значительный успех в Европе, в странах Азии (таблица 15).

Таблица 15 – Мероприятия, связанные с решением проблемы нехватки квалифицированных кадров в сфере венчурного инвестирования, планируемые результаты

|  |  |
| --- | --- |
| Мероприятия | Планируемый результат |
| Привлечение иностранных специалистов для работы в России на долгосрочный срок (от года и более), для передачи практических знаний и опыта, а также для выявление слабых сторон, разработки решений по развитию. | Повышение эффективности функционирования венчурной системы на всех уровнях. |

5. Низкая популярность краудфандинга и инвестиционных платформ в РФ (таблица 16).

Таблица 16 – Мероприятия, связанные с решением проблемы неразвитости инвестиционных платформ в РФ, планируемые результаты

|  |  |
| --- | --- |
| Мероприятия | Планируемый результат |
| Для снижения рисков инвесторов, краудфандинговым платформам необходимо установить более высокие требования к экспертизе проектов, привлекающих инвестиции. | Улучшение качества инвестиционных проектов, размещаемых на краудфандинговых платформах. Снижение рисков инвестирования. |
| Привлечение на краудфандинговые платформы крупных акселераторов и венчурных фондов, выступающих в роли «якорных» инвесторов, с целью придания уверенности в проекте последующим инвесторам. | Повышение инвестиционной привлекательности для розничных инверторов. |

Основными барьерами развития венчурной индустрии в России выступают:

– отсутствие единой повестки и приоритетов государственной политики в области венчурного инвестирования,

– недостатки в законодательной базе Российской Федерации,

– небольшой бюджет на НИОКР,

– нехватка бизнес-платформ и их неэффективность,

– отсутствие единой официальной статистической базы венчурных проектов, что повышает риски в принятии управленческих решений,

– нехватка высококвалифицированных кадров и обучающего персонала в фундаментальных областях венчурного финансирования,

– неразвитость инвестиционных платформ.

Таким образом, венчурный рынок сегодня еще не является неотделимой частью бизнеса в России. Несмотря на это, он обладает всеми шансами стать составным элементом, который бы выступал движущей силой быстрого развития предпринимательства. Большое число противоречий между капиталом и предпринимательством можно стереть благодаря венчурному бизнесу, активно привлекая в коммерческий оборот успехи и разработки малого и среднего бизнеса – основы экономической мощи каждого государства в экономике рыночного типа.

## **3.2 Экономическое обоснование предложенных рекомендаций**

Для улучшения работы венчурной индустрии в России требуется грамотно выстроить законодательную базу. Налоговая составляющая в ней является одним из ключевых движущих факторов. На данный момент, в РФ отсутствуют специализированные режимы налогообложения для предприятий, занимающихся инновационной деятельностью, в том числе венчурным бизнесом.

Необходимо произвести изменения механизма налогообложения, в соответствии с потребностями инновационной отрасли, путем сокращения налоговых обязательств компаний и инвесторов венчурного бизнеса.

Рассмотрим целесообразность применения предложенной нами рекомендации в пункте 3.1 данной работы: увеличение повышающего коэффициента к фактическим затратам на НИОКР с 1,5 до 2, в целях уменьшения налоговой базы по налогу на прибыль.

Исходя из изученного международного опыта можно сказать, что многие страны применяют коэффициент, который существенно превосходит 1,5. Так, например, в Китае этот коэффициент со временем повышают (сентябрь 2018 г. коэффициент повышен для всех компаний с 1,5 до 1,75), до этого коэффициент 1,75 применялся лишь в части малых и средних технологичных компаний [17]. В ряде стран коэффициент делится по размеру компании, малым и средним компаниям предлагается повышенный коэффициент, что показано и в опыте Китая. Аналогичная практика существует и, например, в Великобритании. Кроме того, для таких компаний действует ограничение на предельный размер вычета на НИОКР в размере 7,5 млн евро.

Таблица 19 – Повышающий коэффициент, применяемый для налогового вычета расходов на НИОКР по странам [53]

|  |  |
| --- | --- |
| Государство | Повышающий коэффициент, применяемый для налогового вычета расходов на НИОКР |
| Китай | 175 % расходов на НИОКР |
| Великобритания | 130 % расходов на НИОКР |
| Бразилия | 160–180% расходов на НИОКР |
| Индия | 130 % расходов на НИОКР |
| Россия | 150% расходов на НИОКР |

Таким образом, с учетом мирового опыта предлагаем возможное повышение коэффициента с 1,5 до 2. В связи с тем, что малые и средние компании обладают большей заинтересованностью во введении подобных льгот, так как имеют меньше возможностей привлечь финансирование и больше зависят от государственных инструментов поддержки, предлагаем прежде всего повысить данный коэффициент для этих категорий. В целях избежания излишней налоговой оптимизации с привлечением малых компаний, возможно установлением предельного порога таких расходов для применения повышающего коэффициента.

Проблему недостаточного финансирования стартапов государством на ранних стадиях, в том числе из-за недостатка бюджетных средств, можно решить посредством выделения при формировании федерального бюджета дополнительных средств на расходы на инновационную деятельность, включая расходы на венчурное и (или) прямое финансирование инновационных проектов.

На государственную поддержку и стимулирование инновационной деятельности из федерального бюджета ежегодно перечисляются средства в среднем в объеме порядка 820,0 млрд рублей (0,82 трлн рублей).

При условии, что общие расходы бюджета на 2022 составляют 23,69 трлн рублей [55]. Рассчитаем какой процент от бюджета составляют расходы на инновационную деятельность сегодня: 0,82 трлн рублей\*100%/23,69 трлн рублей = 3,46%.

Таким образом, мы считаем, что необходимо увеличивать объем расходов на инновационную деятельность в два раза до 6,92% от расходов бюджета, так как средства, выделяемые для данной отрасли, не создают должного задела для инновационных проектов, а также в связи с тем, что стартапы нуждаются в поддержке государства из-за санкций.

Докажем, что данные вложения составят небольшую часть общего объема расходов и не приведут к существенному его дефициту. Для этого рассчитаем, сколько процентов от общего бюджета расходов составит рассчитанное нами дополнительное финансирование (таблица 17).

Таблица 17 – Объем и доля дополнительных средств на расходы на инновационную деятельность, включая расходы на венчурное и (или) прямое финансирование инновационных проектов в общем объеме расходов бюджета

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Показатели | 2022 | 2023 | 2024 |
| Общий объем расходов, трлн. рублей | 23,69 | 25,24 | 26,35 |
| Объемы дополнительного финансирования, трлн. рублей | 0,82 | 0,93 | 1,0 |
| Дополнительное финансирование в % от общего объема расходов, % | 3,46 | 3,92 | 4,22 |

Проанализируем, приведут ли дополнительные затраты на инновационную деятельность к дефициту бюджета в 2022–2024 гг. В случае отрицательного результата, проводимые мероприятия можно будет признать экономически эффективными (таблица 18).

Таблица 18 – Прогнозируемый профицит/дефицит бюджета при введении дополнительных затрат на инновационную деятельность

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Показатели | 2022 | 2023 | 2024 |
| Планируемый профицит (дефицит) без учеты дополнительных затрат, трлн. рублей | 1,32 | 0,29 | (0,52) |
| Объемы дополнительного финансирования, трлн. рублей | 0,82 | 0,93 | 1,0 |
| Планируемый профицит (дефицит) бюджета с учетом дополнительных затрат, трлн. рублей | 0,5 | (0,64) | (1,52) |

Таким образом, исходя из таблиц 17 и 18 можно заметить, что объемы дополнительных затрат составляют несущественный процент бюджета расходов России за 2022–2024 годы, из чего следует, что такое мероприятие не затронет значительную часть бюджета, не приведет к значительному дефициту и является эффективным к осуществлению.

# **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Цель работы заключалась в изучении зарубежного опыта венчурного инвестирования с целью выявления перспективных элементов для заимствования и совершенствования рынка венчурного капитала в Российской Федерации.

В первой главе были данной работы были определены сущность и основная характеристика венчурных капитала, его формы, этапы и источники формирования. Также раскрыта история возникновения венчурного капитала, рассмотрена структура венчурной экосистемы России.

Венчурный капитал – это финансовые ресурсы, которые предоставляют профессиональные инвесторы, инвестирующие в быстро растущие, молодые компании, имеющие потенциал превращения в предприятия, вносящие значительный вклад в экономику. Он выступает важным экономическим инструментом, который используется для долгосрочного инвестирования инновационных компаний на всех этапах становления: от рождения до выхода или ликвидации.

Как правило, венчурное инвестирование характеризуется высокой степенью риска, которая компенсируется возможностью получения высокого дохода, посредством приобретения долей в капитале компании, а также длительным сроком окупаемости вложенных средств.

Венчурный капитал прошел длинный путь своего развития начиная с 19 века и заканчивая настоящими временами. Несмотря на тяжёлую макроэкономическую ситуацию, сложившуюся в период пандемии COVID-19, венчурная индустрия доказала свою устойчивость в трудные времена.

Можно отметить, что венчурная экосистема России находится на этапе становления, но уже сейчас стремительно развивается и обладает большим потенциалом роста.

Во второй части данной работы был проведен анализ международного и российского рынка венчурного капитала.

Мировой рынок VC переживает очередную стадию бурного подъема за счет растущего числа стартапов, а также увеличения инвестиций взаимных фондов и банковских учреждений в венчурный капитал. Кроме того, расширяющаяся инвестиционная деятельность в различных отраслевых вертикалях, таких как здравоохранение, биотехнологии, сельское хозяйство, СМИ и развлечения. К тому же венчурные капиталисты используют алгоритмы и машинное обучение (МИ) для обнаружения стартапов с более высоким потенциалом роста для принятия более эффективных инвестиционных решений.

Российский венчурный рынок находится на новом этапе развития, а его показатели показывают уверенную положительную динамику несколько лет подряд. При этом ландшафт венчурной индустрии, структура отраслевых и стадийных предпочтений постепенно преобразовывается по образцу зрелых рынков западных стран. Главным фактором роста предложения капитала становятся корпоративные игроки, которые активно осваивают венчурный инструментарий и формируют портфель инновационных проектов.

Однако на рост рынка существенно повлияло глобальное распространение коронавирусной инфекции (COVID-19) и последующие ограничения, введенные правительствами ряда стран. Поэтому различные организации и их оперативная деятельность внезапно остановились. В связи с этим венчурные капиталисты меняют вектор деятельности, чтобы выжить в быстро меняющихся рыночных условиях, и приспосабливаются к условиям новой реальности.

В третьей главе были определены основные направления совершенствования венчурного рынка в России.

Решение проблем, связанных с венчурным инвестированием, должно происходить по следующим направлениям:

1) совершенствование законодательной путем ее адаптации под нужды физических и юридических инвесторов, в особенности это касается налогообложения, защиты прав инвесторов,

2) повышение информационной прозрачности венчурного бизнеса в России, путем внедрения блокчейн технологий, с целью прямого обмена данными между инвесторами и получателями инвестиций без посредников, систематизации всей информации, касающейся венчурного инвестирования,

3) недостаточное финансирование стартапов государством на ранних стадиях можно решить посредством выделение дополнительных бюджетных средств на расходы на инновационную деятельность,

4) нехватка квалифицированных кадров в сфере венчурного инвестирования. Необходимо налаживать партнерские отношения с основными игроками международного венчурного рынка. Данная тактика уже показала значительный успех в Европе, в странах Азии,

5) увеличение популярности краудфандинга и инвестиционных платформ в РФ осуществимо благодаря повышению требований к экспертизе проектов, привлекающих инвестиции, а также привлечению на краудфандинговые платформы крупных акселераторов и венчурных фондов, выступающих в роли «якорных» инвесторов.

В третьей главе данной работы мы также рассчитали эффективность мероприятий по решению проблемы недостаточного финансирование стартапов государством на ранних стадиях. Для ее решения необходимо при формировании федерального бюджета на очередной финансовый год и плановый период выделение дополнительных бюджетных средств на расходы на инновационную деятельность, включая расходы на венчурное и (или) прямое финансирование инновационных проектов.

Для того, чтобы оценить эффективность предложенного мероприятия, мы рассчитали какой процент от бюджета составляют расходы на инновационную деятельность сегодня (3,46 %), и обнаружили, что доля несущественна.

Кроме того, мы предложили увеличивать объем расходов на инновационную деятельность в два раза до 6,92% от расходов бюджета, так как средства, выделяемые для данной отрасли, не создают должного задела для инновационных проектов, а также в связи с тем, что стартапы нуждаются в поддержке государства из-за санкций.

Затем, мы рассчитали сколько процентов от общего бюджета расходов составит рассчитанное нами дополнительное финансирование, а также проанализировали приведет ли это к существенном дефициту бюджета. Оказалось, что данные вложения составят небольшую часть общего объема расходов бюджета России за 2022–2024 годы.

Таким образом, полученные расчеты показали, что такое мероприятие не затронет значительную часть бюджета, не приведет к значительному дефициту и является эффективным к осуществлению.

Также, было предложено, на основе анализа международного опыта, произвести изменения механизма налогообложения, в соответствии с потребностями инновационной отрасли, путем увеличение повышающего коэффициента к фактическим затратам на НИОКР с 1,5 до 2, в целях уменьшения налоговой базы по налогу на прибыль.

Таким образом, можно сказать, что венчурный рынок сегодня еще не является неотделимой частью бизнеса в России. Несмотря на это, он обладает всеми шансами стать составным элементом, который бы выступал движущей силой быстрого развития предпринимательства. А работа по предложенным направлениям может дать возможность сделать отечественную систему ориентированной на инновационное развитие экономики.

# **СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ**

1. Бойко Т. А. История развития венчурного капитала // Инновации и инвестиции. – 2020. – №. 12. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/istoriya-razvitiya-venchurnogo-kapitala (дата обращения: 24.05.2022).
2. Веслополова Д. С. Рынок венчурных инвестиций России: перспективы и проблемы развития // Теория и практика общественного развития. – 2018. – №.1. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/rynok-venchurnyh-investitsiy-rossii-perspektivy-i-problemy-razvitiya (дата обращения: 03.06.2022).
3. Володин С. Н., Волкова В. С. Российский рынок венчурных инвестиций: актуальные проблемы и пути их решения // Корпоративные финансы // Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». – Москва. – №. 2. – 2016. – С. 70–89.
4. Вылкова Е. С., Покровская Н. Н., Совершенствование налогового стимулирования НИОКР при налогообложении прибыли организаций // Экономика. Налоги. Право. – 2017. – №.1. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/sovershenstvovanie-nalogovogo-stimulirovaniya-niokr-pri-nalogooblozhenii-pribyli-organizatsiy (дата обращения: 02.06.2022)
5. Дорофеева В. В. Современные методы финансирования деятельности инновационных предприятий // Проблемы социально-экономического развития Сибири. – 2018. – С. 26–34. URL: https://brstu.ru/static/unit/journal\_2/docs/number-34/26-34.pdf (дата обращения: 24.01.2022).
6. Езангина И. А., Маловичко А.Е. Рынок венчурного инвестирования в условиях пандемии: реалии времени и перспективы будущего.  Финансы: теория и практика/Finance: Theory and Practice. – 2021. – №25 (5). – С. 92–116.
7. Ерш Е. А. Альтернативные источники венчурного финансирования в условиях цифровой трансформации // Цифровая трансформация. – 2021. – № .4. – (17). – С. 34–40
8. Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007–2013 годы, РВК. – 2013. – С. 66. URL: https://media.rbcdn.ru/media/reports/EY-russian-and-global-venture-markets-rus.pdf (дата обращения: 24.01.2022).
9. Калугина А. М. Венчурный капитал в системе инновационного предпринимательства в РФ // Экономика и менеджмент инновационных технологий // Международный научно-инновационный центр. – Москва. – №. 12 (63). – 2016. – С. 260–264.
10. Китова, Г.А. Налоговое стимулирование науки и инноваций в России: практика и исследования.; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М.: НИУ ВШЭ, 2015. – С. 80.
11. Лапицкая Л. М. Венчурное финансирование: учебное пособие. – Минск. – 2019. URL: https://elib.bsu.by/bitstream/123456789/235025/1/Venchur.pdf (дата обращения: 24.01.2022).
12. Марголин А. М., Синютин Л. П. Основные проблемы развития венчурной индустрии в России и методы их решения // Управленческое консультирование. – 2022. – №.1. – (157). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/osnovnye-problemy-razvitiya-venchurnoy-industrii-v-rossii-i-metody-ih-resheniya (дата обращения: 03.06.2022).
13. Перцева С. Ю. Особенности финансирования малых предприятий в условиях цифровизации // Мировое и национальное хозяйство. – №. 1. (54). – 2021. // Международные финансы. URL: https://mirec.mgimo.ru/upload/ckeditor/files/osobennosti-finansirovaniya-malyh-predpriyatij-v-usloviyah-cifrovizacii.pdf (дата обращения: 24.01.2022).
14. Сытник А. А., Антоничев А. В. Сущность венчурных инвестиций // Экономика. Управление. Право. – 2015. – №. 2. – C. 132–137. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-venchurnyh-investitsiy (дата обращения: 19.01.2021).
15. Труханова А. А., Решетникова Т. В. Экосистема рынка венчурных инвестиций в инновационной экономике России // Молодежь и XXI век. – 2022. URL: https://elibrary.ru/item.asp?Id=48104718 (дата обращения: 25.01.2022).
16. Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 259-ФЗ (последняя редакция) // КонсультантПлюс : справочно-правовая система. URL: http: //www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_358753/ (дата обращения: 24.01.2022).
17. Шарышов А. С. Налоговое стимулирование инноваций в развитых странах. Основные инструменты и сравнение с Россией // Налоги и налогообложение. – 2017. – №. 12. – С. 23–36. URL: https://nbpublish.com/library\_read\_article.php?id=24345 (дата обращения: 02.05.2022).
18. Шевелева К. И., Шуринова В. А., Стефанова Н. А. Венчурные инвестиции в России: особенности, тенденции и актуальные проблемы // Креативная экономика. – 2021. – Том 15. – №.2. – С. 295–308.
19. Analysis of the global venture capital market: growth, trends, covid-19 impact, and forecasts (2022-2027). [Электронный ресурс]. URL: https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/analysis-of-the-venture-capital-market (дата обращения: 02.05.2022).
20. CB Insight Report Q4 2021. [Электронный ресурс]. URL:  https://www.tadviser.ru/images/8/8a/CB-Insights\_Venture-Report-2021.pdf (дата обращения: 02.05.2022).
21. CB Insights: State Of Venture 2021 Report. [Электронный ресурс]. URL: https://www.tadviser.ru/images/8/8a/CB-Insights\_Venture-Report-2021.pdf (дата обращения: 02.05.2022).
22. Charts: Global Venture Capital Funding 2021. [Электронный ресурс]. URL: https://www.practicalecommerce.com/charts-global-venture-capital-funding-2021 (дата обращения: 02.05.2022).
23. European Commission – Venture capital. [Электронный ресурс]. URL:  https://ec.europa.eu/growth/access-tofinance/funding-policies/venture-capital\_en (дата обращения: 21.01.2022).
24. Global Crowdfunding Market 2020. Absolute Report. [Электронный ресурс]. URL: https://www.absolutereports.com/global-crowdfunding-market-15043142 (дата обращения: 02.05.2022).
25. Global Fund performance report. [Электронный ресурс]. URL: https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook\_2021\_Global\_Fund\_Performance\_Report\_as\_of\_Q2\_2021\_with\_preliminary\_Q3\_2021\_data.pdf (дата обращения: 02.05.2022).
26. Global Venture Funding and Unicorn Creation In 2021 Shattered All Records. [Электронный ресурс]. URL: https://news.crunchbase.com/news/global-vc-funding-unicorns-2021-monthly-recap/#Seed%20funding (дата обращения: 02.05.2022).
27. Global Venture Funding Hits All-Time High in first half of 2021. [Электронный ресурс]. URL: https://news.crunchbase.com/venture/global-vc-funding-h1-2021-monthly-recap/ (дата обращения: 02.05.2022).
28. Glossary of Funding Types. [Электронный ресурс]. URL: https://support.crunchbase.com/hc/en-us/articles/115010458467-Glossary-of-Funding-Types (дата обращения: 24.01.2022).
29. Kenney M. How venture capital became a component of the US National System of Innovation // Industrial and Corporate Change. – 2011. – P. 1677-1723.
30. KPNG «Venture Pulse Q4 2021» Report. [Электронный ресурс]. URL: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/01/venture-pulse-q4-2021.pdf (дата обращения: 02.05.2022).
31. Mckinsey Global Private Markets Review 2022. [Электронный ресурс].  URL: https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2022/mckinseys-private-markets-annual-review-private-markets-rally-to-new-heights-vf.pdf (дата обращения: 21.01.2022).
32. Nicholas T. VC: An American History // Cambridge, MA: Harvard University Press. – 2019. – P. 401.
33. NVCA 2020 Yearbook. [Электронный ресурс]. URL: https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/04/NVCA-2020-Yearbook.pdf (дата обращения: 24.01.2022).
34. O VC – National Venture Capital Association – NVCA. [Электронный ресурс]. URL: https://nvca.org/about-us/about-vc/#toggle-id-2 (дата обращения: 24.01.2022).
35. Pitchbook Global Fund Performance Report. [Электронный ресурс]. URL:  https://pitchbook.com/news/reports/2021-global-fund-performance-report-as-of-q4-2020-with-preliminary-q1-2021-data (дата обращения: 02.05.2022).
36. Stages of Venture Capital. [Электронный ресурс]. URL:  https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/stages-of-venture-capital (дата обращения: 02.05.2022).
37. Statista. [Электронный ресурс]. URL: https://www.statista.com/ (дата обращения: 02.05.2022).
38. The 5 Key Differences Between Angel and Venture Capital. [Электронный ресурс]. URL: https://gouchevlaw.com/5-key-differences-angel-venture-capital/ (дата обращения: 02.05.2022).
39. The 5th UK Alternative Finance Industry Report. – Cambridge, 2018. [Электронный ресурс]. URL: https://www.jbs.cam.ac.uk/facultyresearch/centres/alternative-finance/publications/5th-uk-alternative-finance-industry-report/ (дата обращения: 02.05.2022).
40. The hottest VC Trends of 2022. [Электронный ресурс]. URL: https://www.nexitventures.com/the-hottest-vc-trends-of-2022-numbers-from-2021/ (дата обращения: 21.01.2022).
41. These 6 charts show how much VC is awash in capital. [Электронный ресурс]. URL: https://pitchbook.com/news/articles/2021-us-vc-fundraising-exits-deal-flow-charts (дата обращения: 02.05.2022).
42. Venture capital, private equity and M&A glossary. [Электронный ресурс]. URL: https://pitchbook.com/blog/private-equity-and-venture-capital-glossary/ (дата обращения: 02.05.2022).
43. Venture History 101. [Электронный ресурс]. URL: https://ventureforward.org/ (дата обращения: 02.05.2022).
44. What is a Venture Capital Fund? [Электронный ресурс]. URL: https://learn.angellist.com/articles/venture-capital-fund#toc\_2\_H1 (дата обращения: 21.01.2022).
45. What is venture capital and how does it work? [Электронный ресурс]. URL: https://pitchbook.com/blog/what-is-venture-capital (дата обращения: 02.05.2022).
46. What is venture capital? [Электронный ресурс]. URL:  https://www.cbinsights.com/research/report/what-is-venture-capital/ (дата обращения: 02.05.2022).
47. Венчурная Россия. Итоги 2021. Dsight URL: https://dsight.org/get\_report/VR2021 (дата обращения: 16.03.2022).
48. Венчурная Россия: результаты за 1 полугодие 2020. [Электронный ресурс]. URL: ey-dsight-venture-russia-survey-rus.pdf (дата обращения: 16.03.2022).
49. Венчурные инвестиции в России. [Электронный ресурс]. URL: https://www.tadviser.ru/index.php/Статья:Венчурные\_инвестиции\_в\_России (дата обращения: 11.03.2022).
50. Венчурный рынок России в 2020 году. [Электронный ресурс]. URL: https://incrussia.ru/understand/vc-2020/ (дата обращения: 11.03.2022).
51. Исследование российского рынка венчурных инвестиций, 2020. [Электронный ресурс]. URL: https://www.rvc.ru/upload/iblock/591/VB2020\_Report.pdf (дата обращения: 16.03.2022).
52. Какими бывают акселераторы и зачем они нужны для стартапа. [Электронный ресурс]. URL: https://rb.ru/opinion/akseleratory-types/ (дата обращения: 16.03.2022).
53. Материалы официального сайта ОЭСР. [Электронный ресурс]. URL: http://www.oecd.org/sti/rd-tax-stats.htm (дата обращения: 16.03.2022).
54. Материалы официального сайта сбербанк. [Электронный ресурс]. URL: https://www.sberbank.ru/ru/person/promo/blockchain (дата обращения: 16.03.2022).
55. Материалы официального сайта Федерального собрания Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: http://duma.gov.ru/news/52813/ (дата обращения: 02.05.2022).
56. О РАВИ: Деятельность. [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/rus/about/activity/ (дата обращения: 16.03.2022).
57. Обзор российского рынка венчурных инвестиций. Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ). [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf (дата обращения: 16.03.2022).
58. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ механизмов венчурного и прямого инвестирования, осуществляемого с использованием средств федерального бюджета». [Электронный ресурс]. URL:  https://ach.gov.ru/load/iblock/a29/a298f3e07b401a8d60e4e4afdd1671b7.pdf (дата обращения: 16.03.2022).
59. Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг: официальный сайт Центрального банка РФ. [Электронный ресурс]. URL:   https://cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation\_Paper\_200811.pdf (дата обращения: 16.03.2022).
60. РВК – О компании. [Электронный ресурс]. URL: https://www.rvc.ru/about/ (дата обращения: 16.03.2022).
61. Что такое краудфандинг: обзор платформ и советы начинающим. [Электронный ресурс]. URL:  https://trends.rbc.ru/trends/innovation/60a4f17d9a79473292bfd627 (дата обращения: 16.03.2022).