

РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО ВЕНЧУРНОГО РЫНКА

Леля Германовна ПАШТОВА

доктор экономических наук, профессор департамента
корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
palelya@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0002-5618-5978>
SPIN-код: 2819-1271

История статьи:

Reg. № 588/2022
Получена 30.12.2022
Получена в
доработанном виде
11.01.2023
Одобрена 25.01.2023
Доступна онлайн
30.03.2023

УДК 338.001.36, 338.1;
330.33 / П22
JEL: G24, G38

Ключевые слова:

венчурный рынок,
инвестиции, венчурный
капитал, инновационное
развитие, стартапы

Аннотация

Предмет. Российский рынок венчурного капитала.

Цели. Обоснование преимуществ использования венчурных фондов в финансировании инноваций на основе ретроспективного анализа российского венчурного рынка.

Методология. Общенаучные и специальные методы научного познания, такие как системный и сравнительный анализ, функционально-структурный и ретроспективный анализ.

Результаты. Проведен анализ состояния венчурного рынка в России за 2017–2022 гг. и определены основные направления развития венчурного финансирования, выявлены особенности использования венчурного капитала, определены проблемные моменты его развития.

Выводы. По результатам ретроспективного анализа российского венчурного рынка за 2017–2022 гг. выявлена необходимость дальнейшей государственной поддержки венчурной деятельности для создания условий технологического прорыва отечественной экономической системы, необходимости замены ввозимых технологий и продуктов на отечественные. Определено, что под воздействием внешних угроз новыми драйверами российского венчурного рынка стали частные инвесторы. Так, большая часть сделок совершена с участием бизнес-ангелов, 70% из которых приходится на синдицированные сделки, в том числе с участием профессиональных сообществ бизнес-ангелов. За первое полугодие 2022 г. произошел рост доли сделок ранних стадий. Данная тенденция положительная, так как позволит инвесторам вкладывая средства в более молодые перспективные проекты, повысить технологическую независимость России.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2022

Для цитирования: Паштова Л.Г. Ретроспективный анализ российского венчурного рынка // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2023. – Т. 22, № 3. – С. 482 – 503.
<https://doi.org/10.24891/ea.22.3.482>

Отечественный рынок венчурных или прямых инвестиций является относительно небольшим по отношению к рынку мировых лидеров и любые изменения, особенно в условиях мирового кризиса, для него чувствительны. В частности, это выразилось в отсутствии активности венчурных фондов в 2022 г. В это время не осуществлялись инвестиции с использованием средств корпоративных венчурных

фондов, что является следствием сокращения крупнейшими компаниями с государственным участием своих инвестиционных программ. Венчурные инвестиции – это быстрорастущие, инновационные предприятия, демонстрирующие высокую доходность, но при этом сопряженные с высоким уровнем риска. Успешность венчурной деятельности во многом зависит от правовой среды, условий инвестирования, отраженных в законодательстве [1].

Венчурное инвестирование интересно компаниям, которые регулярно отслеживают свою конкурентоспособность на рынке, то есть ищут возможности наиболее результативного применения капитала. В России множество отраслей являются олигополиями или монополиями [2], что снижает их заинтересованность в научно-техническом прогрессе.

В силу отсутствия в России недорогих длинных денег источников формирования венчурного капитала не так много. Одним из основных является государство, так доля фондов, созданных при участии капитала Российской венчурной компании, которая на 100% принадлежит государству, в общем объеме венчурных инвестиций составила 19%. У частных инвесторов еще не сформирована культура инвестиций в проекты реальной промышленности на ранней стадии. При этом стоит отметить, что сам рынок крайне мал. Так, доля венчурных инвестиций в 2019 г. составила 0,007% от валового внутреннего продукта, тогда как в США этот показатель равен 0,6%, а в Канаде – 0,2%.

Высокая доля государственной поддержки формирует риски, связанные со снижением мобильности отрасли из-за финансовой поддержки проектов лишь определенных отраслей [3]. Кроме того, высокая доля государственного участия снижает динамику развития технологий. Компании вынуждены работать с государством как основным заказчиком, а финансирование или даже софинансирование со стороны государства вынуждает компании предоставлять большее количество отчетности и средств, что отнимает много времени и существенно осложняет работу, особенно венчурных проектов.

В развитых рыночных экономиках существует большое количество способов привлечения финансирования в развитие бизнеса. Многообразие источников финансовых ресурсов, а также путей их привлечения дают значительные конкурентные преимущества экономикам данных стран. Благодаря широкому спектру возможностей привлечения финансирования любой бизнес на каждом этапе своего развития и в зависимости от факторов внешней и внутренней среды может выбрать наиболее оптимальные источники по соотношению условий и стоимости их привлечения в каждом конкретном случае. Одним из таких источников является венчурный капитал, который, как и все прочие, имеет свои специфические особенности, условия привлечения и использования. Одной из ключевых особенностей венчурных инвестиций является их долгосрочный характер в сочетании с порядком предоставления средств. Предоставление финансирования в

рамках private equity (PE) носит, как правило, одноразовый характер, в то время как венчурный капитал предоставляется поэтапно.

Венчурное финансирование является критически важным институтом развития высокорискового малого бизнеса, так как венчурный капитал является зачастую единственным источником капитала для такого рода деятельности [4]. Венчурные капиталисты и бизнес-ангелы оказывают не только финансовую поддержку зарождающимся и развивающимся высокотехнологичным компаниям, но также привносят бесценный опыт, который помогает как можно быстрее коммерциализировать бизнес-идею и добиться максимального рыночного успеха. На сегодняшний день практически все венчурные инвесторы отдают предпочтение инвестициям в высокотехнологичные проекты с большей ориентацией на сегмент B2B, нежели B2C.

Венчурные инвестиции являются наиболее востребованным источником финансирования дорогостоящего капитала для компаний, имеющих большие предварительные требования к вложениям, у которых нет других дешевых альтернатив. Программное обеспечение и другая интеллектуальная собственность¹ являются наиболее распространенными случаями, ценность которых не доказана. Поэтому венчурное финансирование наиболее широко распространено в быстрорастущих технологиях и биотехнологиях². К особенностям венчурных инвестиций относятся высокий риск; недостаток ликвидности; долгосрочность; участие в акционерном капитале и прирост капитала; венчурные инвестиции осуществляются в инновационные проекты; поставщики венчурного капитала участвуют в управлении компанией³.

В современных условиях развитие инвестиционных проектов сильно влияет на экономику как отдельного предприятия, так и целого государства. Одной из форм финансирования инвестиционных проектов является венчурное финансирование, которое представляет собой создание новой организации, занимающейся реализацией инвестиционного проекта. С помощью венчурного финансирования можно привлечь средства для финансирования первоначальных стадий инвестиционных проектов современного характера, которые включают в себя большую степень риска, однако есть шанс существенного увеличения общей стоимости организации. По итогам 2020 г. объем венчурного рынка в России достиг 788,1 млн долл. и 702,9 млн долл. было инвестировано в стартапы (*рис. 1*), это на 19% меньше по сравнению с 2019 г. При этом количество сделок выросло на 14%,

¹ Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета авиакомпаниям на компенсацию части затрат на уплату лизинговых (арендных) платежей за воздушные суда, а также затрат, связанных с обслуживанием воздушных судов (с изменениями и дополнениями): постановление Правительства Российской Федерации от 22.02.2021 № 245.

² Venture Capital. URL: <https://www.edupristine.com/blog/venture-capital>

³ Лазинская В.Ю., Михайловская В.И. Венчурное финансирование, его этапы и особенности // Правовые и социально-экономические аспекты становления Республики Беларусь: материалы III Внутривузовской студенческой научно-практической конференции. Минск: МИТСО, 2019. С. 245–248.

до 281. Такие данные приводятся в исследовании Dsight, проведенном при поддержке «Лаборатории Касперского», ЕУ, Raiffeisen Банка, Агентства инноваций Москвы, DS Law, НАУРАН и Crunchbase⁴.

Для российского венчурного рынка 2021 г. стал рекордным как по объемам инвестиций (2 654 млн долл.), так и по количеству сделок (291) (рис. 2). А за январь – ноябрь 2022 г. произошло резкое снижение объемов инвестиций (1 121,9 млн долл.) и количества сделок (117), при этом 400 млн долл. обеспечила одна сделка в начале января – основанная россиянами онлайн-платформа для совместной работы Miro во главе с фондом Iconiq Capital, которая во втором квартале ушла с российского рынка.

Влияние пандемии в 2020 г. снизило примерно на 30–70% венчурные инвестиции, притом заметно больше появилось больших сделок с «уехавшими» из страны стартапами [5]. В первом полугодии 2020 г. наблюдалось падение объема инвестиций со стороны корпораций и фондов практически в четыре раза (рис. 3).

Кризис запустил трансформацию рынка, что положительно скажется на расцвете корпоративных инвестиций. Даже сейчас, сравнивая количество корпоративных фондов с количеством двумя годами ранее, которые активно искали стартапы и инвестировали в них, можно отметить увеличение фондов в 10 раз. Отсюда можно сделать вывод, что, во-первых, российские крупные компании поняли, что нельзя конкурировать без инноваций, а, во-вторых, скорость создания новых продуктов внутри корпораций не соответствует запросам времени и легче делать их в кооперации с молодыми компаниями. Это значит, что будет наблюдаться конкуренция крупных российских компаний за стартапы как в стране, так и за ее пределами. Таким образом, можно говорить о положительном влиянии пандемии, которая скорее помогла убрать традиционные недостатки венчурного рынка. Конечно, наблюдалось сокращение денежного притока в силу общих экономических сложностей, однако развитие данной отрасли как раз позволяет зарабатывать там, где происходят тектонические сдвиги. В то же время кризисные явления влияют на структуру спроса в экономике, что способствует появлению новых отраслей и возможностей для высокотехнологичных компаний⁵.

События 2022 г. без преувеличения носят революционный характер. Они, безусловно, серьезно повлияют на структурные изменения российского венчурного рынка в долгосрочной перспективе. Рынок сжал свое развитие, приспособившись к текущей экономической и политической ситуации. Можно ожидать, что в ближайшие годы будет наблюдаться повышение инвестиционной активности государства (что уже было заметно в 2022 г.), связанное с усилением позиций на

⁴ Венчурная Россия. URL: https://dsight.ru/company/studies-publications/Venture_Russia_FY2020_RUS.pdf?ysclid=ldrj47eqxc780785941

⁵ Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ механизмов венчурного и прямого инвестирования, осуществляемого с использованием средств федерального бюджета». 2020. URL: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/a29/a298f3e07b401a8d60e4e4afdd1671b7.pdf>

рынке государственного и корпоративного секторов, которые будут составлять все большую конкуренцию частному. Резкое снижение инвестиций на поздних стадиях в 2022 г. и рост вложений в стартапы показывают трансформацию российского рынка в сторону дивидендной модели, то есть переход с капитализации на глобальных рынках на дивидендные модели внутри страны. Если до февраля 2022 г. на отечественном венчурном рынке инвесторы больше были ориентированы на вложения в глобальные компании с основателями из России и наиболее активными были в основном корпоративные фонды, то к концу 2022 г. больше внутренних инвестиций (государственных и частных) направлены на российские стартапы в пострадавших от санкций отраслях (ИТ, автомобильная промышленность, авиастроение и др.) (рис. 4).

Очевидно, что чем более открытым будет рынок в информационном плане, тем более точную картину его структурных изменений можно получить⁶. Корпоративный венчурный фонд как инструмент инвестирования имеет некоторые особенности. Как правило, его деятельность связана с инвестированием крупной корпорации корпоративного капитала через ее фонд во внешние компании, чьи проекты находятся лишь на начальном этапе.

Венчурное инвестирование интересно компаниям, которые регулярно отслеживают свою конкурентоспособность на рынке, то есть ищут возможности наиболее результативного применения капитала [6]. В России множество отраслей являются олигополиями или монополиями, что снижает их заинтересованность в научно-техническом прогрессе. Корпоративные венчурные фонды имеют и особенные цели при осуществлении инвестирования, так как не являются классическими инвесторами, их интересует не только прямая финансовая отдача от потенциального проекта. Так в 2003 г. американский теоретик организации Генри Чесбро предложил классификацию стратегий корпоративных венчурных фондов⁷ (табл. 1).

Инвестиции-двигатели характеризуются высокой степенью корреляции со стратегией компании, оптимизируют пути достижения основных целей ее операционной деятельности, отражаясь на финансовых показателях лишь косвенно, через увеличение выручки компании.

Развивающие инвестиции характеризуются низкой связью с основной деятельностью компании, но реализуются в рамках операционных целей деятельности компании, они являются вспомогательными аспектами, но также как инвестиции-двигатели имеют косвенный финансовый результат.

Потенциальные инвестиции осуществляются в компании, чья деятельность не находится в орбите текущих планов компании, однако их деятельность близка

⁶ Обзор рынка. Прямые венчурные инвестиции в России, 2019.

URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2019-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

⁷ Chesbrough H.W. Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology. Harvard Business Press, 2003, 227 p.

и в случае резкого разворота рынка компания-инвестор может сменить стратегию и переориентироваться на венчурный проект, здесь финансовые аспекты деятельности проекта отражаются напрямую.

Пассивные инвестиции в свою очередь характеризуют корпорацию как классического инвестора, так как ее стратегия не связана с деятельностью компании, которая привлекает средства, основная цель – прямая доходность проекта.

Таким образом, в зависимости от связи венчурного проекта и операционной деятельности компании они несут в себе разные финансовые аспекты.

За 2020 г. сумма публичных венчурных инвестиций со стороны корпораций составила 5 208,6 млн руб. Самыми крупным проектами за 2020 г. были⁸:

- инвестирование компанией ГК Prytek 4 млн долл. в мобильное приложение «Сказбука», которое направлено на обучение детей алфавиту, арифметике и логике. Prytek является международной технологической компанией, среди направлений деятельности которой – образование и повышение квалификации кадров в сфере IT;
- инвестирование компанией «O2O Холдинг» (совместное предприятие Сбербанка и mail.ru Group) 290 млн руб. в сервис экспресс-доставки готовой еды «Кухня на районе»;
- компания МТС инвестировала 125 млн руб. в Coinkeeper – компанию, которая специализируется на онлайн-управлении личными финансами, в перспективе данный стартап может быть встроен в экосистему МТС, что существенно оптимизирует как аналитику расходов для управления со стороны менеджмента, так и поможет клиентам более детализировано управлять средствами;
- компания МТС и Совкомбанк инвестировали 187 млн руб. в проект разработчика искусственного интеллекта Just AI, который потенциально может способствовать оптимизации применения искусственного интеллекта в корпорациях.

Большинство из этих проектов является потенциальными или инвестициями-двигателями, то есть они сильно связаны с операционной деятельностью компании. Кроме того, можно заметить, что финансирование проектов часто осуществляется в партнерстве с корпорациями, которые не являются конкурентами, однако технологии стартапа для них также потенциально применимы для осуществления операционной деятельности компании. Примером являются компании Сбербанк и mail.ru Group, а также МТС и Совкомбанк. Такое партнерство объясняется тем, что для компаний потенциально более привлекателен продукт венчурного проекта, чем

⁸ Ковалева Е.Д. Региональные венчурные фонды как инструмент инновационного инвестирования // *Финансовые аспекты структурных преобразований экономики*. 2018. №. 4. С. 111–117.

его прямая финансовая отдача, что в случае партнерства оптимизирует стоимость реализации.

Пассивные инвестиции были менее актуальны для корпоративных венчурных фондов в 2020 г. Лишь одна публичная крупная сделка с оглашенной суммой проекта была осуществлена за данный период в России: Альфа-Банк инвестировал 3 700 млн руб. в онлайн-кинотеатр Иви. И стоит учитывать, что из всех венчурных инвестиций в 2020 г. единственная крупная публичная пассивная сделка – самая безрисковая, так как данный проект уже прошел «долину смерти», после чего существовал на протяжении нескольких лет и уже планирует выход на IPO.

Однако, если рассматривать рынок корпоративного венчурного инвестирования в 2017 г.⁹, он сильно отличается от 2020 г., так как там пассивные инвестиции представлены в большем количестве. Среди крупных сделок большая часть была связана с венчурным фондом Банка «Санкт-Петербург»:

- 3 млн долл. в онлайн-сервис путешествий OneTwoTrip, позволяющий оптимизировать потенциальное путешествие за счет мобильного приложения;
- 200 млн руб. в один из крупнейших детских магазинов Badadi.

Самой крупной публичной сделкой 2017 г. стало пассивное инвестирование в размере 289,5 млн руб. шведской венчурной компанией и компанией Яндекс в телемедицинский сервис Doc+.

К крупным пассивным сделкам за данный период можно отнести венчурное инвестирование банковской процессинговой компанией «Рукард» в проект развития памяти и мышления за счет игровых механик.

В 2020 г. большая часть компаний-инвесторов не осуществляла управление капиталом в качестве основной деятельности в отличие от 2017 г., когда компании в качестве основной цели видели прямую доходность венчурных проектов.

Конкурентная среда в России в последние годы стала более активно формировать условия для финансирования организациями проектов НИОКР, способствующих оптимизации процессов организации, что вынудило компании осуществлять не пассивное проектное финансирование, а рассматривать проекты – двигатели производственных процессов.

Стоит учитывать, что высокая положительная динамика венчурного рынка России наблюдалась даже в 2020 г., когда активное влияние на экономику оказывал коронавирус. На фоне такой динамики можно отметить и увеличение объема публичных корпоративных венчурных сделок (*рис. 5*).

⁹ Inc-Russia: Венчурный рынок России в 2020 году. URL: <https://incrossia.ru/understand/vc-2020/>

При рассмотрении определений венчурных фондов различных авторов более близким нам показалось определение, предложенное О.И. Рудой: венчурные фонды – это прежде всего один из главных инструментов инвестирования в различные проекты. Главные характерные черты венчурных фондов – это высокие риски и ориентиры на долгосрочные проекты. Субъект, который формирует венчурный фонд – это пайщики, вкладывающие свои средства. А управляет фондом уже специально выбранная управляющая компания¹⁰.

Если рассматривать типы фондов в Российской Федерации, то это следует делать в разрезе стадий, на которых находятся объекты инвестирования. Стадии определены Российской ассоциацией венчурного инвестирования (РАВИ): выделяются VC-фонды, объектом инвестирования для которых выступают компании на венчурных стадиях (начальных), и PE-фонды, объектом инвестирования для которых выступают компании на зрелых стадиях. Сейчас наблюдается тренд на снижение количества фондов, но наблюдался он еще и за год до COVID-19. В 2020 г. появилось 15 новых фондов. Можно отметить, что две трети из них – это российские фонды, а оставшаяся треть – зарубежные, которые приняли участие в инвестициях в российские компании. Сейчас, по ожиданиям РАВИ, основной приток капитала в VC-фонды должен быть за счет государственных структур. Несмотря на то, что число фондов снизилось с 2015 г. почти на 12%, значение совокупного объема продемонстрировало тенденцию к росту почти в 15%. Данная тенденция объясняется увеличением совокупных объемов фондов-тяжеловесов, размеры которых лежат в диапазоне от 50 млн до 250 млн долл. (*рис. 6*).

На российском рынке по численности и по объемам все еще преобладают частные фонды – 70%, тогда как корпоративные фонды занимают долю в 11%. Посевные фонды занимают 10% по количеству и 20% – по объему.

Как известно, существует три способа «выхода» инвестиций [7]:

- выход на IPO – первичное размещение акций на фондовом рынке;
- продажа акций стратегическому инвестору – trade sale;
- выкуп компанией (объектом инвестиций) пакета акций по новой цене (в РФ более известно как management buy-out).

По данным РАВИ, основной способ «выхода» – это продажа стратегическому инвестору.

Показатели деятельности действующих VC-фондов представлены на *рис. 7–9*.

¹⁰ Рудая О.И. Значимость венчурных фондов в создании инновационной среды в Российской Федерации // Инновационное развитие российской экономики: материалы X Международной научно-практической конференции. М.: Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, 2017.

Мотивацией для создания корпоративных венчурных фондов чаще всего является использование еще одного инструмента инновационной деятельности, направленного на поиск успешных бизнес-идей и технологий [8]. В разрабатывающих такие технологии малых инновационных компаниях приобретается доля в уставном капитале, используется управленческий и маркетинговый опыт инвестирующей корпорации (материнской компании), что приводит к увеличению конкурентных преимуществ и стимулированию взаимного роста [9]. Говоря о факторах, которые влияют на создание и развитие корпоративных венчурных фондов в нашей стране, следует отметить влияние государства. Российское государство играет значительную роль, предоставляя инфраструктуру, создавая необходимую среду и гарантируя существование венчурного рынка в целом. Ключевым институтом, ответственным за развитие венчурного рынка со стороны государства, является АО «РВК».

Министерство экономического развития Российской Федерации и РВК в 2018 г. разработали Стратегию развития рынка венчурных и прямых инвестиций в Российской Федерации на период до 2025 года и дальнейшую перспективу до 2030 года. Стратегия направлена на увеличение количества активных инвесторов на венчурном рынке, мероприятия по привлечению зарубежного капитала в РФ, стимулирование выхода национальных проектов на международные рынки, улучшение инфраструктуры, которая отвечает за поддержку технологического предпринимательства, улучшение нормативно-правовой базы.

Необходимо к 2030 г. увеличить годовой объем сделок по венчурным инвестициям в Российской Федерации в 30 раз. Это сделки на 410 млрд руб. в год, увеличение по предложению венчурного капитала должно увеличиться до 2,7 трлн руб. (почти в 10 раз), намечено увеличение до 10 трлн руб. (в 2 раза) рынка по сбыту инновационных продуктов и в целом увеличение привлекательности юрисдикции РФ.

Также стратегия включает более 40 инициатив по устранению проблем, которые мешают развитию венчурного инвестирования в РФ. Стратегия ориентируется не только на старых, но и на вывод новых классов инвесторов, среди которых есть даже страховые компании и негосударственные пенсионные фонды. Это важная часть венчурного рынка, так как упомянутые классы инвесторов составляют существенную часть всего мирового рынка венчурного капитала¹¹.

Но не менее важным классом инвесторов на рынке венчурного капитала являются корпорации. Поэтому в стратегии изначально запланирован комплекс мер по налоговому стимулированию деятельности корпораций в данном сегменте. Речь идет о налоге на прибыль (его снижении), об инвестициях корпораций в крупные

¹¹ Платонова Е.О., Айдналиева С.А., Мазаева У.А. Венчурные инвестиции, привлечение денег в стартапы // Актуальные научные исследования в современном мире. 2020. №. 6-3. С. 231–241.

технологические процессы. Объем капитала корпораций к 2030 г. должен составить 960 млрд руб.

Для стимулирования частных инвесторов и бизнес-ангелов предусмотрены налоговые льготы (по налогу на доходы физических лиц) и увеличение налогового вычета. Для повышения доступности биржевых площадок предусматриваются пересмотр правил выхода быстрорастущих инновационных компаний на биржевую площадку, создание методологии подготовки быстрорастущих инновационных компаний к листингу ценных бумаг.

Предусмотрено создание так называемых pre-IPO, которые будут предшествовать первичному публичному предложению. Для стимулирования деятельности будет допущено кредитование под залог интеллектуального имущества для уже зрелых компаний.

Для увеличения количества и качества инвестиционных проектов предусмотрено развитие инфраструктуры, отвечающей за поддержку технологического бизнеса. К примеру, к 2030 г. планируется запустить минимум 30 новых центров по коллективному пользованию услугами для малых инновационных компаний. Предусмотрено множество образовательных программ для предпринимателей данной сферы и специалистов венчурных фондов.

Сейчас можно отметить следующее. Объем российского венчурного рынка в 2020 г. составлял 702,9 млн долл. Этот показатель говорит о том, сколько было инвестировано в стартапы. Сравнивая с предыдущим годом – на 19% меньше. Однако количество сделок выросло до 281 (на 14%). Такие данные приводятся в исследовании Dsight. А по данным Inc., объем российского венчурного рынка в 2020 г. составил 21,9 млрд руб., то есть увеличился вдвое по сравнению с предыдущим годом (11,6 млрд руб.). Количество сделок увеличилось со 134 до 180. Ссылаясь на отчет Dsight, РБК фиксирует, что все классы инвесторов сократили свои инвестиции в российские стартапы в 2022 г. кроме корпоративных фондов и корпораций. Они вложили в стартапы более 307 млн долл., что на 61% больше, чем в предыдущем году. Из всех сегментов инвестирования лидерами стали стартапы по образовательным проектам.

В 2020 г. Правительство Российской Федерации приняло постановление об утверждении правил государственной поддержки венчурных фондов¹². Постановление закрепило понятийный аппарат, уточнило термины, связанные с венчурными инвестициями, установило принципы оценки эффективности инвестирования. Также в документе закреплены требования по проведению экспертизы венчурного проекта и дальнейшего мониторинга [10]. Документ

¹² О некоторых вопросах реализации государственной поддержки инновационной деятельности, в том числе путем венчурного и (или) прямого финансирования инновационных проектов, и признании утратившими силу акта Правительства Российской Федерации и отдельного положения акта Правительства Российской Федерации: постановление Правительства Российской Федерации от 22.12.2020 № 2204.

предусматривает единый подход к финансированию венчурных проектов за счет государства, что упростит финансирование перспективных проектов, снизит риски участия в таких инициативах и в итоге простимулирует технологическое развитие российской экономики.

Изменение активности инвесторов в первом полугодии 2021 г. после принятия постановления об утверждении правил государственной поддержки венчурных фондов представлено на *рис. 10*.

Отсутствие интереса у частных фондов связано с тем, что в России слабо развит рынок конечных продаж проектов. Выход стартапа или его продажа – часто основная цель венчурного проекта, но такие выходы существуют в высококонкурентных отраслях, в которых каждый игрок активно стремится усилить свое положение на рынке или хотя бы не отстать от конкурентов. В России множество отраслей являются олигополиями или монополиями, что снижает их заинтересованность в научно-техническом прогрессе [11].

Выход на IPO может быть затруднен тем, что в этом случае требуется огласка проекта для успешного привлечения капитала. Но в силу слабо развитого фондового рынка в России, это осуществить крайне трудно. Поэтому низкая привлекательность для инвесторов зачастую связана с тем, что проект, ориентированный на крупный рынок, имеет мало шансов выйти на него¹⁵.

Отсутствие рынков выхода формирует и отраслевую структуру рынка венчурного капитала, так как существенную прибыльность в виде финансовой отдачи или дивидендов проект может дать лишь в случае выхода на фондовый рынок путем положительной динамики стоимости акций и дальнейшего роста компании, что для отечественных стартапов крайне трудно в условиях неразвитого фондового рынка. Больше шансов имеют те стартапы, которые потенциально предоставляют не прямой финансовый результат, а прирост капитала за счет расширения компании и оптимизации ее показателей, то есть те, которые крупные компании могут купить и оптимизировать структуру доходов. Кроме того, инвесторы не доверяют проектам на ранней стадии из-за общего низкого качества. Так как государство активно участвует как инвестор в венчурных проектах на всех этапах, часто посевные проекты финансируются за счет грантов. Так как выдача грантов не формирует существенной ответственности, из-за отсутствия регламентированных механизмов оценки эффективности, стали активно появляться проекты-грантоеды, что в целом изменило картину венчурных инвестиций на данном этапе в худшую сторону.

¹⁵ *Каширин А.И., Семенов А.С.* Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование. М.: ЛитРес, 2021. 261 с.

Таблица 1**Виды венчурных инвестиций согласно классификации Генри Чесбро****Table 1****Types of venture capital investments according to Henry Chesbrough's classification**

Степень взаимодействия операционной деятельности компании инвестора и венчурного стартап-проекта	Цели корпоративных венчурных инвестиций	
	стратегические	финансовые
Сильная	Венчурные инвестиции-двигатели	Потенциальные венчурные инвестиции
Слабая	Развивающие венчурные инвестиции	Пассивные венчурные инвестиции

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 1**Венчурный рынок в России в 2020 г.****Figure 1****Venture capital market in Russia in 2020**

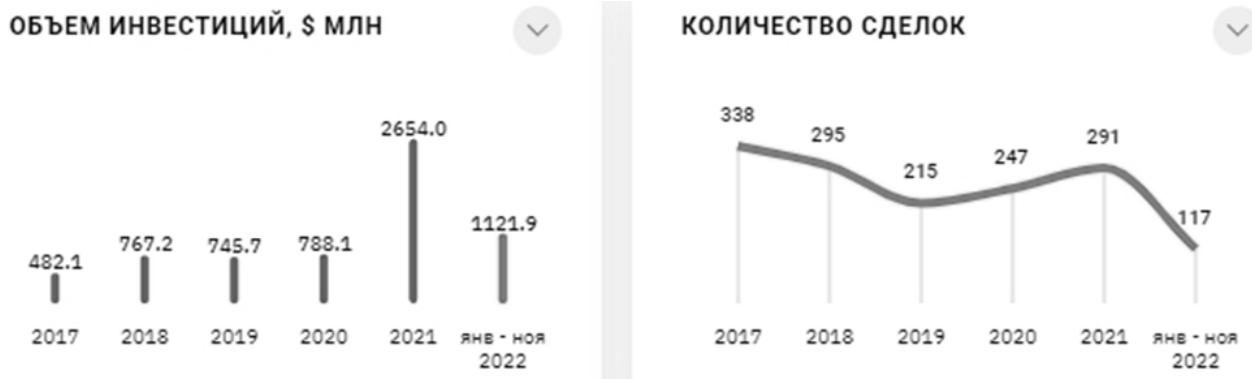
* Без учета сделок выхода

Источник: Венчурная Россия. URL: https://dsight.ru/company/studies-publications/Venture_Russia_FY2020_RUS.pdf?ysclid=ldrj47eqxc780785941

Source: Venture Russia. URL: https://dsight.ru/company/studies-publications/Venture_Russia_FY2020_RUS.pdf?ysclid=ldrj47eqxc780785941

Рисунок 2
Венчурный рынок России за 2017–2022 гг.

Figure 2
Russian venture capital market for 2017–2022

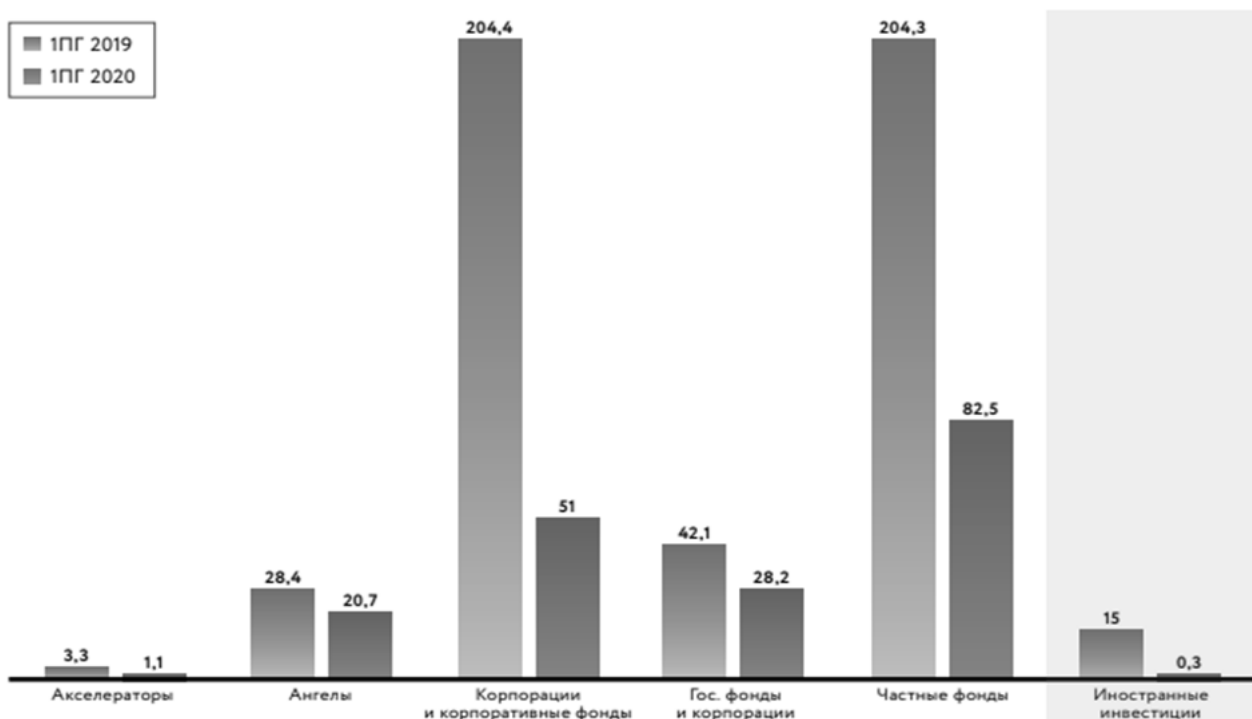


Источник: Обзор российского рынка венчурных инвестиций. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Source: Overview of the Russian venture capital investment market. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Рисунок 3
Падение объема инвестиций со стороны корпораций и фондов, млн долл. США

Figure 3
Decline in investment by corporations and foundations, million USD



Источник: Венчурные инвестиции. URL: <https://ventureguide.innoagency.ru/russia/>

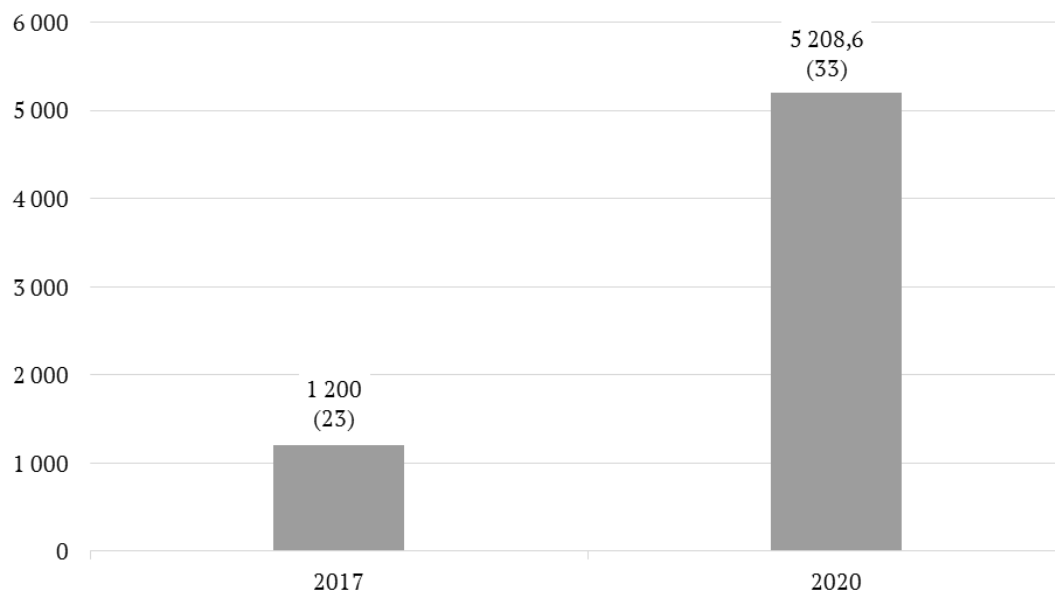
Source: Venture capital investments. URL: <https://ventureguide.innoagency.ru/russia/>

Рисунок 4**Структура объема инвестиций в 2022 г., млн долл. США****Figure 4****Structure of investments in 2022, million USD**

1H2021 1H2022	Number of deals	Investment amount, \$M	Average check, \$M
Seed	75 29 ↓	25 16 ↓	0.3 0.6 ↑
Startup	43 38 ↓	105 106 ↑	2.4 2.8 ↑
Growth	29 13 ↓	242 87 ↓	8.3 6.7 ↓
Expansion	9 4 ↓	165 49 ↓	18.3 12.2 ↓
Maturity	4 0 ↓	543 0 ↓	135.9
Total	160 84 ↓	1080 258 ↓	6.7 3.1 ↓
Exits	31 18 ↓	1595 96 ↓	

Источник: Венчурные инвестиции. URL: <https://ventureguide.innoagency.ru/russia/>

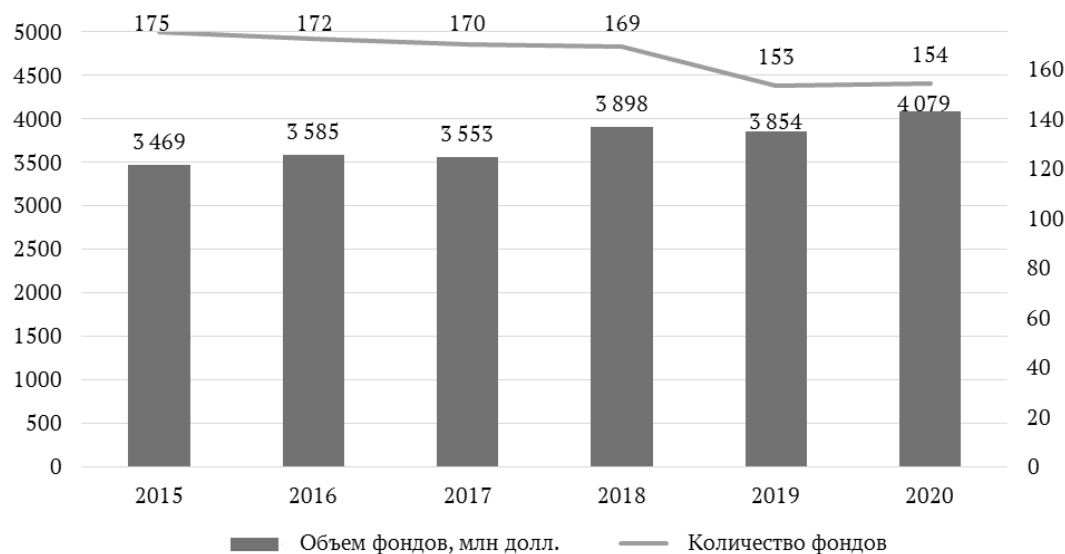
Source: Venture capital investments. URL: <https://ventureguide.innoagency.ru/russia/>

Рисунок 5**Общая сумма публичных венчурных проектов в России в 2017 и 2020 гг., млн руб.****Figure 5****The total amount of public venture projects in Russia in 2017 and 2020, million RUB**

Примечание. В скобках – количество проектов.

Источник: авторская разработка

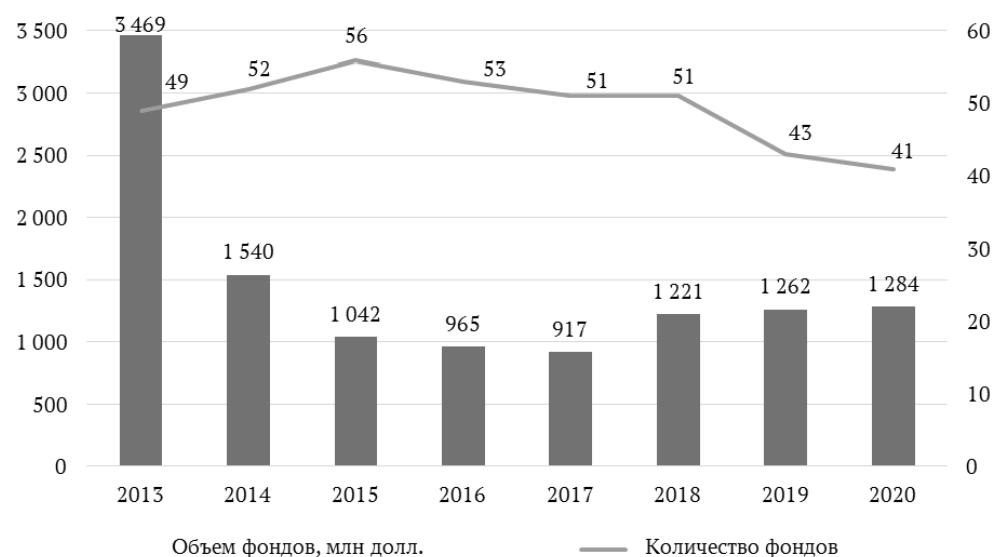
Source: Authoring

Рисунок 6**Количество и объемы действующих VC-фондов в 2015–2020 гг.****Figure 6****The number and volume of existing VC funds in 2015–2020**

Источник: Обзор российского рынка венчурных инвестиций. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Source: Overview of the Russian venture capital investment market.

URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Рисунок 7**Количество и объем действующих VC-фондов с госкапиталом в 2013–2020 гг.****Figure 7****The number and volume of existing VC funds with State capital in 2013–2020**

Источник: Обзор российского рынка венчурных инвестиций. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Source: Overview of the Russian venture capital investment market.

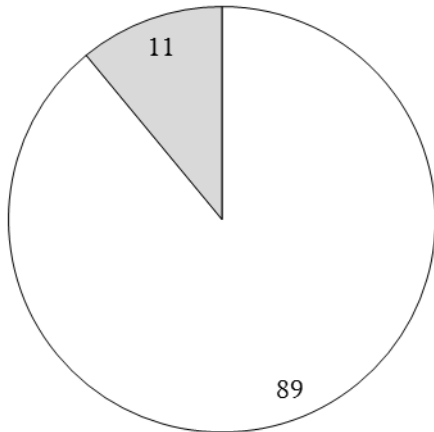
URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Рисунок 8

Соотношение действующих корпоративных и некорпоративных VC-фондов в 2020 г., %

Figure 8

The ratio of existing corporate and non-corporate VC funds in 2020, percentage



□: Некорпоративные фонды

■: Корпоративные фонды

Источник: Обзор российского рынка венчурных инвестиций. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Source: Overview of the Russian venture capital investment market.

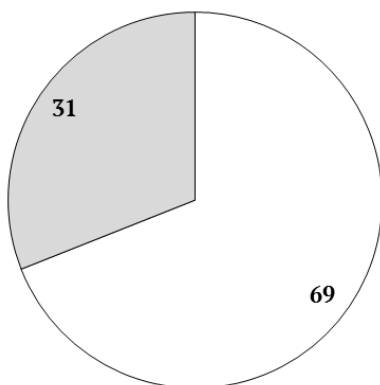
URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Рисунок 9

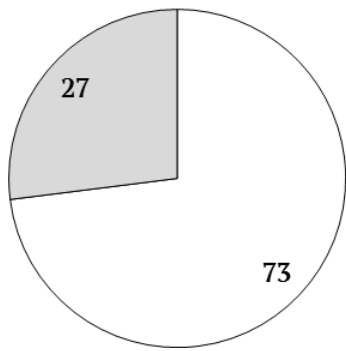
Соотношение действующих частных VC-фондов и VC-фондов с госкапиталом в 2020 г., %:
a – по объему; b – по количеству

Figure 9

The ratio of existing private VC funds and VC funds with State capital in 2020, percentage:
a – by volume; b – by number



a



- Частные фонды
- Фонды с госкапиталом

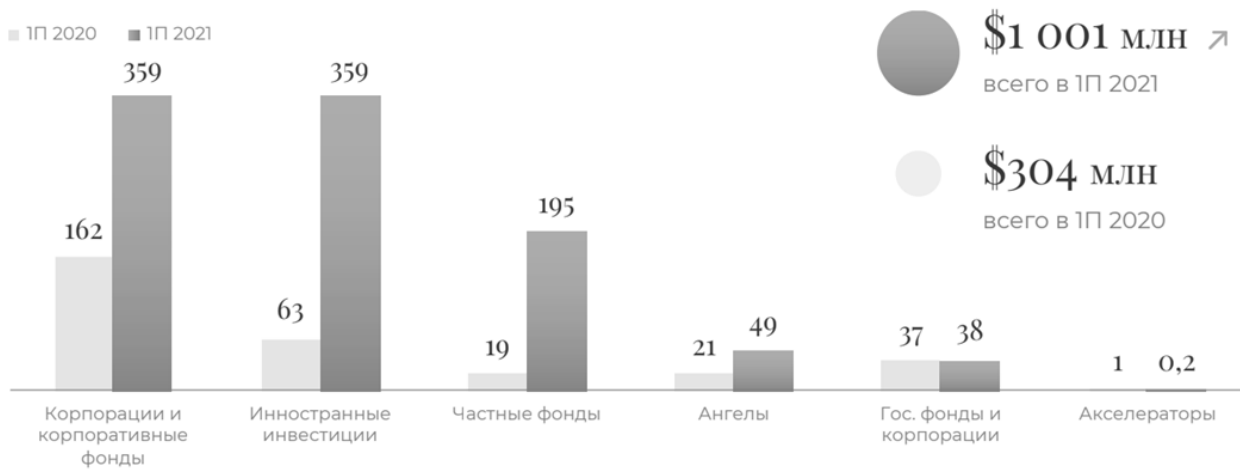
b

Источник: Обзор российского рынка венчурных инвестиций. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Source: Overview of the Russian venture capital investment market. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Рисунок 10
Активность инвесторов в первом полугодии 2020 г.

Figure 10
Investor activity in the first half of 2020



Источник: Венчурная Россия. Результаты I полугодия 2020.

URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/ru_ru/news/2020/10/ey-dsight-venture-russia-survey-rus.pdf

Source: Venture Russia. Results of the first half of 2020. URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/ru_ru/news/2020/10/ey-dsight-venture-russia-survey-rus.pdf

Список литературы

1. Паштова Л.Г. Правовые особенности создания корпоративных венчурных фондов в России // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2020. № 1. С. 51–58. URL: <https://doi.org/10.24411/2072-4098-2020-10103>
2. Толокнов Н.А. Естественная монополия и естественная олигополия в экономике и их влияние на общий уровень цен // *Economics*. 2015. № 8(9). С. 35–38. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/estestvennaya-monopoliya-i-estestvennaya-oligopoliya-v-ekonomike-i-ih-vliyanie-na-obschiy-uroven-tsen/viewer>
3. Формирование цифровой экономики в России: вызовы, перспективы, риски: монография / под ред. Е. Ленчук. М.: ЛитРес, 2022. 370 с.
4. Захарченко Л.А., Медведева Г.Б. Тенденции и проблемы развития венчурного финансирования в Республике Беларусь // Вестник Брестского государственного технического университета. 2022. № 2. С. 156–160. URL: <https://doi.org/10.36773/1818-1112-2022-128-2-156-160>
5. Езангина И.А., Маловичко А.Е. Рынок венчурного инвестирования в условиях пандемии: реалии времени и перспективы будущего // *Финансы: теория и практика*. 2021. Т. 25. № 5. С. 92–116. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rynok-venchurnogo-investirovaniya-v-usloviyah-pandemii-realii-vremeni-i-perspektivy-buduschego?ysclid=ldsvkpg515284682651>
6. Лернер Д., Лимон Э., Хардимон Ф. Венчурный капитал, прямые инвестиции и финансирование предпринимательства. М.: Институт Гайдара, 2016. 784 с.
7. Веретенников Н.П. Венчурные инвестиции в инновационный бизнес в регионах России // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2020. № 10-1. С. 33–38. URL: <https://vael.ru/ru/article/view?id=1343&ysclid=ldswie4owz137577308>
8. Gompers P.A., Gornall W., Kaplan S.N., Strebulaev I.A. How Do Venture Capitalists Make Decisions. *Journal of Financial Economics*, 2020, vol. 135, iss. 1, pp. 169–190. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
9. Зинов В.Г., Ерёмченко О.А. Корпоративные венчурные инвестиции: особенности и успешные практики // *Экономика науки*. 2019. Т. 8. № 3. С. 170–184. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/korporativnye-venchurnye-investitsii-osobennosti-i-uspeshnye-praktiki>
10. Кузнецова А.А. Национальные проекты как инструмент реализации стратегических целей страны // *Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки*. 2022. № 7. С. 70–72.

URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/natsionalnye-proekty-kak-instrument-realizatsii-strategicheskikh-tseley-strany?ysclid=ldsxsdsneo9329288811>

11. Паштова Л.Г. О влиянии корпоративного венчурного капитала на инновационное развитие экономики России // *Финансы: теория и практика*. 2021. Т. 25. № 3. С. 53–65. URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2021-25-3-53-65>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

RETROSPECTIVE ANALYSIS OF THE RUSSIAN VENTURE CAPITAL MARKET

Lelya G. PASHTOVA

Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
palelya@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0002-5618-5978>

Article history:

Article No. 588/2022
Received 30 Dec 2022
Received in revised form
11 January 2023
Accepted 25 January 2023
Available online
30 March 2023

JEL classification: G24,
G38

Keywords: venture
capital market, investment,
venture capital, innovative
development, start-up

Abstract

Subject. The article investigates the Russian venture capital market.

Objectives. The purpose is to underpin the advantages of using venture funds in financing innovations based on a retrospective analysis of the Russian venture capital market.

Methods. The study employs general scientific and special methods of scientific cognition, such as systems and comparative analysis, functional-structural and retrospective analysis.

Results. I analyzed the venture capital market in Russia for 2017–2022 and defined the main directions of the venture financing growth, unveiled the features of the use of venture capital, and specified the problematic moments of its development.

Conclusions. The retrospective analysis of the Russian venture capital market for 2017–2022 demonstrated the need for further State support to venture activities to create conditions for a technological breakthrough of the domestic economic system, the relevance of replacing imported technologies and products with domestic ones. The paper determines that under the influence of external threats, private investors have become new drivers of the Russian venture capital market. Thus, most of the transactions were made with the participation of business angels, 70% of which are syndicated transactions, including those involving professional communities of business angels. In the first half of 2022, there was an increase in the share of early-stage transactions. This is a positive trend, as it will enable investors to enhance the technological independence of Russia through investing in promising projects.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2022

Please cite this article as: Pashtova L.G. Retrospective Analysis of the Russian Venture Capital Market. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2023, vol. 22, iss. 3, pp. 482–503.
<https://doi.org/10.24891/ea.22.3.482>

References

1. Pashtova L.G. [Legal regulation of venture financing processes of innovative activity in Russia]. *Imushchestvennyye otnosheniya v Rossiiskoi Federatsii = Property Relations in the Russian Federation*, 2020, no. 1, pp. 51–58. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24411/2072-4098-2020-10103>

2. Toloknov N.A. [Natural monopoly and the natural oligopoly in the economy and their impact on the general price level]. *Economics*, 2015, no. 8(9), pp. 35–38.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/estestvennaya-monopoliya-i-estestvennaya-oligopoliya-v-ekonomike-i-ih-vliyanie-na-obschiy-uroven-tsen/viewer> (In Russ.)
3. Lenchuk E. (Ed.). *Formirovanie tsifrovoi ekonomiki v Rossii: vyzovy, perspektivy, riski: monografiya* [Formation of the digital economy in Russia: Challenges, prospects, risks: a monograph]. Moscow, LitRes Publ., 2022, 370 p.
4. Zakharchenko L.A., Medvedeva G.B. [Trends and problems of development of the venture financing in the Republic of Belarus]. *Vestnik Brestskogo gosudarstvennogo tekhnicheskogo universiteta = Vestnik of Brest State Technical University*, 2022, no. 2, pp. 156–160. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.36773/1818-1112-2022-128-2-156-160>
5. Ezangina I.A., Malovichko A.E. [The venture capital market in a pandemic: Realities of time and future prospects]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2021, vol. 25, no. 5, pp. 92–116.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rynok-venchurnogo-investirovaniya-v-usloviyah-pandemii-realii-vremeni-i-perspektivy-budushego?ysclid=ldsvkpg515284682651> (In Russ.)
6. Lerner J., Leamon A., Hardymon F. *Venchurnyi kapital, pryamye investitsii i finansirovanie predprinimatel'stva* [Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship]. Moscow, Gaidar Institute Publ., 2016, 784 p.
7. Veretennikov N.P. [Venture capital investment in innovative business in the Russian regions]. *Vestnik Altaiskoi akademii ekonomiki i prava = Bulletin of Altai Academy of Economics and Law*, 2020, no. 10-1, pp. 33–38.
URL: <https://vaael.ru/ru/article/view?id=1343&ysclid=ldswie4owz137577308> (In Russ.)
8. Gompers P.A., Gornall W., Kaplan S.N., Strebulaev I.A. How Do Venture Capitalists Make Decisions. *Journal of Financial Economics*, 2020, vol. 135, iss. 1, pp. 169–190.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
9. Zinov V.G., Eremchenko O.A. [Corporate venture capital investments: Features and successful practices]. *Ekonomika nauki = Economics of Science*, 2019, vol. 8, no. 3, pp. 170–184. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/korporativnye-venchurnye-investitsii-osobennosti-i-uspeshnye-praktiki> (In Russ.)
10. Kuznetsova A.A. [National projects as a tool for implementing the country's strategic goals]. *Gumanitarnye, sotsial'no-ekonomicheskie i obshchestvennye nauki = Humanities, Social-economic and Social Sciences*, 2022, no. 7, pp. 70–72.

URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/natsionalnye-proekty-kak-instrument-realizatsii-strategicheskikh-tseley-strany?ysclid=ldsxdneo9329288811> (In Russ.)

11. Pashtova L.G. [The Influence of the Corporate Venture Capital on the Innovative Development of the Russian Economy]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2021, vol. 25, no. 3, pp. 53–65. (In Russ.)

URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2021-25-3-53-65>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.