

Российский рынок венчурного капитала: состояние и тенденции

© 2016 Назаров Александр Александрович
Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова
119991, г. Москва, Ленинские горы, д. 1
E-mail: alaries1922@gmail.com

Выделены основные характеристики для описания состояния и анализа тенденций развития рынка венчурного капитала. Проанализировано состояние рынка на момент окончания 2015 г., выявлены тенденции его развития в период 2013-2015 гг. Определены основные барьеры развития российского рынка венчурного капитала, найдены первопричины их возникновения.

Ключевые слова: венчурный капитал, рынок венчурного капитала, тенденции венчурного рынка, состояние венчурного рынка, характеристики венчурного рынка, барьеры венчурного рынка, российский венчурный рынок.

Исследованию рынка венчурного капитала в России посвящены аналитические сборники различных консалтинговых агентств и институтов развития. Часть из них сосредоточивается на описании общей инвестиционной активности на рынке венчурного капитала - "MoneyTree: Навигатор венчурного рынка" (PwC), "Венчурные рынки Российской Федерации: итоги 2015 года" (J'son & Partners Consulting). Другие более глубоко описывают портрет венчурных инвесторов - "Обзор Рынка. Прямые и венчурные инвестиции в России" (РАВИ), "Рейтинг венчурных фондов" (Firma). Третьи уделяют внимание опросу участников рынка, раскрывая в частности характеристики инновационных проектов рынка - "VentureBarometer" (Prostor Capital).

Однако ни одно из обозначенных исследований не содержит комплексного описания рынка венчурного капитала в совокупности его структурных элементов и отношений. К тому же многие рыночные следствия в данных отчетах либо просто констатируются, либо заканчиваются на связке "причина первого порядка - следствие", не раскрывая истоков возникающих на рынке проблем.

В данной статье представлена попытка провести комплексный анализ российского рынка венчурного капитала, а также преследуется цель выявления негативных тенденций и раскрытия их первопричин.

Для описания состояния и анализа тенденций развития рынка венчурного капитала был выбран ряд характеристик, которые можно объединить в следующие группы:

- **характеристики общей инвестиционной активности на рынке венчурного капитала:** оборот на рынке венчурного капитала в денежном эквиваленте, общее количество венчурных сделок, средний размер венчурной сделки, количество выходов и объем выходов из проинвестированных проектов;

- **характеристики структуры сделок с венчурным капиталом:** стадия венчурного инвестирования, отраслевая структура венчурных сделок, региональная структура (как с точки зрения внутрироссийского распределения инвестиций, так и применительно к международному аспекту);

- **характеристики венчурных инвесторов:** количество и виды венчурных инвесторов, капитализация и типы венчурных фондов, а также их региональная принадлежность и размер;

- **характеристики инновационных проектов:** количество проектов на экспертизу венчурных инвесторов, субъективная оценка качества этих проектов, желаемый объем сделки, ориентация проектов на внутренний или международный рынок;

- **характеристика государственного участия на рынке венчурного капитала:** формы и степень государственной активности. Данный параметр выделен в отдельную группу, поскольку роль государства в венчурной сфере в основном заключается в создании и поддержании инфраструктуры рынка венчурного капитала. Отсюда следует специфика государства как венчурного инвестора.

В результате анализа российского рынка венчурного капитала по обозначенным параметрам удалось сформулировать ряд выводов относительно его состояния и основных тенденций развития.

С точки зрения **общей инвестиционной активности на рынке венчурного капитала** можно говорить о наличии тенденций устойчивого сокращения оборота в долларовом эквиваленте, а также о сокращении среднего размера венчурной сделки. Количество сделок, хотя и выросло в 2015 г. на 21 % по отношению к 2014 г., находится на более низком уровне, нежели в 2013 г.¹

По совокупному числу выходов и их общему объему каких-то тенденций обнаружить не

удалось, обе величины от года к году колеблются. Если при этом исключить из анализа выбивающиеся особо крупные сделки, то можно заключить, что в 2015 г. рынок достиг своего минимума по объему выходов за 3 года, сократившись на 49 % по отношению к 2014 г.²

Применительно к *структуре сделок с венчурным капиталом* следует в первую очередь отметить значительные отраслевые, стадийные и региональные диспропорции в его текущем состоянии.

Явным лидером, как с точки зрения привлеченных объемов финансирования, так и по количеству проведенных сделок, оказалась отрасль телекоммуникаций. По состоянию на 2015 г. на нее пришлось 65 % от всех сделок и 73 % объемов венчурных инвестиций в долларовом эквиваленте. Такой перекоп в сторону одной из отраслей является устойчивой тенденцией и сохраняется на протяжении всего анализируемого периода 2013-2015 гг. Доля сделок в отрасли телекоммуникаций колеблется в пределах 62-67 %, объемы привлеченного финансирования находятся в пределах 62-73 %. Доли между остальными отраслями распределены относительно равномерно, а следующая по числу сделок и объемам финансирования в 2015 г. стала отрасль медицины / здравоохранения, получившая только 14 % финансирования при доле сделок 9 %³.

В части стадийной структуры венчурных сделок можно отметить, что большинство сделок в 2015 г. пришлось на посевную и начальную стадии финансирования, составив 56 % от общего числа сделок. А если добавить к этому раунду финансирования еще и раннюю стадию, характеризующуюся так же, как и посевная, более низким объемом требуемых инвестиций, нежели последующие стадии, то получается, что 80 % сделок в 2015 г. пришлось на стартовые раунды финансирования. Динамика количества венчурных сделок в разрезе отдельных стадий в целом соотносится с динамикой инвестиционной активности рынка в целом, поскольку по большинству стадий наблюдается спад относительно 2013 г.⁴

По-прежнему на крайне низком уровне находится число инвестиций на поздних раундах финансирования, что сопровождается также сокращением среднего размера одной сделки: если в 2013 г. он составил 197 млн долл., то в 2014-2015 гг. уже сократился до 53 млн и 61 млн долл., соответственно⁵.

В части регионального распределения венчурных инвестиций наблюдается явный перекоп в сторону Центрального и Северо-Западного федеральных округов, а если точнее, то Москвы

и Санкт-Петербурга. Если выразить этот дисбаланс в цифрах, то получается, что на указанные регионы в 2015 г. приходится до 81 % всех сделок и 68 % общего объема венчурных инвестиций. При этом с 2013 г. наблюдается тенденция роста доли Центрального и Северо-Западного федеральных округов в общем объеме венчурных сделок с 75% до 81 %⁶.

Еще одной значимой тенденцией на российском рынке венчурного капитала является несомненное повышение интереса российских венчурных инвесторов к зарубежным рынкам и проектам. Количество сделок с зарубежными компаниями с 2013 г. имеет тенденцию к росту и показало в 2015 г. прирост в 25 %, в то время как общий объем инвестиций в 2015 г. сократился по отношению к 2014 г. на 35 %, что в целом повторяет динамику снижения среднего размера сделки, наблюдаемую на внутрироссийском сегменте рынка⁷.

Параллельно с процессом оттока российско-го венчурного капитала за рубеж также прослеживается тенденция оттока иностранного венчурного капитала с российского рынка. С 2013 г. сохранялась устойчивая тенденция снижения среднего размера сделки, достигшего минимума в 2015 г. Аналогично, на 2015 г. пришлось и наименьшее количество подобных сделок за анализируемый период.

В результате рассмотрения рынка по *характеристикам венчурных инвесторов* выявлено, что всех венчурных инвесторов на рынке российского венчурного капитала можно поделить на две большие группы - венчурные фонды и бизнес-ангелы. При этом наблюдается тенденция оживления ангельского инвестирования, однако их доля в общем количестве сделок не превышает в 2015 г. 35 %⁸. Лидирующее место на рынке, безусловно, принадлежит венчурным фондам.

Положительным моментом является рост числа венчурных фондов, несмотря на кризисные времена, которые переживает отрасль. Однако стоит отметить и то, что темпы прироста постепенно замедляются: если в 2014 г. он составил 6 %, то в 2015 г. уже 4 %⁹.

Параллельно с процессом увеличения количества венчурных фондов сохраняется устойчивая негативная тенденция снижения их общей капитализации. В 2015 г. она составила 4123 млн долл., что на 11 % ниже 2014 г. и на 17 % ниже 2013 г.¹⁰

Также стоит отметить, что прирост количества венчурных фондов происходит в основном за счет открытия новых мелких фондов, объемом от 0 до 5 млн долл. - в 2015 г. их количество приросло на 40 % по отношению к 2013 г.¹¹,

в то время как количество более крупных фондов либо остается неизменным, либо снижается. По итогам 2015 г. 69 % всех фондов на российском рынке венчурного капитала имели объем от 0 до 50 млн долл. В то же самое время 82 % всего объема капитала сосредоточено в 21 % фондов.

В региональной структуре венчурных фондов также наблюдается устойчивая тенденция к преобладанию Центрального федерального округа как по количеству зарегистрированных фондов - 76 %, так и по их объемам - 87 % в 2015 г. При этом видна тенденция роста доли округа в объемах сосредоточенного капитала - с 84 % в 2013 г. до 87 % в 2015 г., в то время как их доля в общем количестве сохраняется на уровне 76 %.

Применительно к типам венчурных фондов в 2015 г. тенденция наблюдается к росту числа фондов с участием государственного капитала, а также к снижению их капитализации. Число чисто корпоративных венчурных фондов в 2015 г. практически не изменилось по сравнению с 2014 г., а их капитализация демонстрирует схожую динамику снижения в 2015 г.

Описывая рынок по *характеристикам государственного участия*, мы сделали вывод, что государство участвует на рынке как посредством описанных выше фондов с участием государственного капитала, создаваемых Российской Венчурной Компанией, так и посредством прямого финансирования. Учитывая специфику государства как инвестора, можно отметить, что данный тип финансирования носит нерыночный характер и выступает в форме грантов. Тем не менее он должен быть учтен при анализе рынка, поскольку служит одним из важных источников финансирования зарождающихся стартапов, наряду с ангельским и венчурным инвестированием.

В части грантового финансирования наблюдается устойчивая тенденция роста сделок, а также их общего объема при снижении среднего размера сделки. В 2015 г. на поддержку стартапов государство выделило в 2,5 раза больше грантов, нежели в 2013 г. Общий объем грантового финансирования вырос на 12 %¹².

Заключительной исследуемой характеристикой российского рынка венчурного капитала стало *описание инновационных проектов* - получателей венчурного капитала. И здесь потребовалось обратиться к анализу экспертного мнения ведущих участников рынка венчурного инвестирования из числа бизнес-ангелов и партнеров венчурных фондов, составленного по заказу компании Prostor Capital.

По результатам анализа данных Venture Barometer за 2013-2015 гг. удалось выявить сле-

дующие тенденции, характеризующие состояние и направление развития инновационных проектов на рынке венчурного капитала: постепенное сокращение числа проектов на экспертизу, постепенное повышение качества проектов на экспертизу при сохраняющемся в целом невысоком его уровне, а также увеличение количества проектов, ориентированных на международные рынки. Еще одной тенденцией является рост средней суммы сделки, на заключение которой претендует стартап¹³.

Подытоживая проведенный анализ российского рынка венчурного капитала, можно выделить ряд тенденций, которые могут сказаться негативно на его дальнейшем развитии, выступив в роли барьеров. Для удобства они были сгруппированы по обозначенным в начале статьи аналитическим срезам.

С точки зрения *общей инвестиционной активности* к негативным тенденциям можно отнести: сокращение общего объема рынка венчурного капитала в долларовом эквиваленте и сокращение среднего размера сделки, а также крайне малое количество выходов из проинвестированных проектов.

Применительно к *структуре сделок с венчурным капиталом* основными негативными тенденциями являются: стадийная и отраслевая диспропорция сделок с венчурным капиталом, а также отток иностранного капитала из страны и отток российского венчурного капитала за рубеж.

В части *характеристики венчурных инвесторов* к негативным тенденциям можно отнести низкую активность ангельского инвестирования.

И наконец, применительно к *характеристике инновационных проектов* стоит говорить о сохраняющемся невысоком качестве проектов, их низкой технологичности и небольшом количестве разработок, пригодных для коммерциализации.

Анализ обозначенных негативных трендов позволил выделить стимулирующие их факторы, а также основные проблемы, послужившие первоисточником возникновения соответствующих негативных сигналов на рынке венчурного капитала. К числу основных проблем следует отнести:

1. Макроэкономическая нестабильность и негативные инвестиционные ожидания. Резкое падение курса рубля привело к обесценению активов значительной части российских венчурных фондов, формировавших свой капитал в валюте, поскольку подавляющее большинство портфельных компаний ориентировались и действовали на российском рынке, а следовательно, были капитализированы в рублях.

К тому же в 2011–2012 гг. на рынке российского венчурного капитала наблюдался бурный рост, венчурное инвестирование стало модой и в отрасль потекли большие деньги. При этом инвесторы не всегда тщательно подходили к отбору проектов, многим из них не хватало профессиональных компетенций. А оценка стартапов параллельно росла, потому что предложение капитала на рынке превышало количество потенциальных объектов инвестирования. В результате многие инвесторы крупно вложились в проекты невысокого качества и прогорели. К ним добавились потери тех инвесторов, которые проиграли в результате колебаний курса рубля и введения политических санкций, что в конечном итоге сформировало массу инвесторов, критически настроенных к продолжению и расширению вложений.

Макроэкономическая нестабильность и ее последствия повысили оценочную рискованность венчурных проектов для инвесторов, вследствие чего возникает *отраслевая диспропорция* – средний размер сделки в сфере телекоммуникаций ниже, чем в других технологичных отраслях, оборачиваемость средств выше, больше профессиональных команд и короче сроки выхода, что делает эту отрасль наиболее привлекательной. Отсюда же возникает и *стадийная диспропорция*. Каждый последующий раунд венчурного инвестирования характеризуется большим объемом вкладываемых средств. А чем выше оценочная рискованность венчурных проектов для инвестора, тем на меньшие суммы он готов заключать сделки. Следствием стадийной диспропорции становится и *сокращение среднего размера сделки на венчурном рынке*.

2. Низкая инвестиционная привлекательность российского рынка венчурного капитала. К числу факторов, характеризующих низкую инвестиционную привлекательность российского рынка, стоит отнести отсутствие программ страхования частных инвестиций, пробелы регулирования имущественных прав на объекты интеллектуальной собственности, отсутствие необходимых налоговых льгот и преференций для бизнеса и управляющих компаний. Все это в совокупности с макроэкономическими и политическими факторами заставляет зарубежный капитал уходить из России, а российский капитал искать проекты за рубежом. *Отсюда проблемы оттока капитала, а также низкая активность ангельского инвестирования.*

3. Нестабильность политического курса. Введенные против Российской Федерации экономические санкции негативно сказались на и без того невысокой инвестиционной привлека-

тельности отечественного рынка, вызвав *отток зарубежного капитала*.

4. Ограниченное предложение финансового капитала. В условиях негативных макроэкономических тенденций, оттока зарубежного капитала и снижения капитализации отечественных фондов и их портфельных компаний рынку могла помочь дополнительная подпитка в виде дополнительных инвестиций в венчурные фонды. Повышение только активности государства явно недостаточно. Крупными источниками финансового капитала для венчурных фондов могли бы стать институциональные инвесторы в лице пенсионных и страховых фондов, а также банковские структуры. Однако возможность участия первых до сих пор не одобрена в полном объеме со стороны государства, тогда как на инвестиционной активности вторых негативно сказались уже обозначенные колебания валютных курсов. Таким образом, не удалось предотвратить сокращения объемов венчурного рынка.

5. Снижение продуктивности отраслевой науки. В России мало средств выделяется на НИОКР. Недостаточно финансируется оборонная промышленность, которая служит традиционным драйвером развития высоких технологий. Все это приводит к снижению продуктивности российской отраслевой, инженерной науки, что выражается, в частности, в снижении патентной активности отечественных разработчиков. Прямым следствием этого является *нехватка качественных*, особенно высокотехнологичных, *проектов*.

6. Монополизация значительной части российской экономики. Ведущим игроком в большинстве отраслей отечественной экономики выступают государственные корпорации, которые представляют собой монополии. У таких компаний нет собственно экономических стимулов к поиску и внедрению инновационных разработок, поскольку одним из основных драйверов инновационного развития бизнеса является именно конкуренция. Все это приводит к малому количеству стратегических инвесторов, готовых выкупать проинвестированные венчурными капиталистами проекты. А в условиях слабого развития отечественного фондового рынка и преимущественной ориентации портфельных проектов на внутренний рынок выкуп стратегическим инвестором является приоритетным и практически единственным вариантом выхода венчурного инвестора из проекта. Следствием такой ситуации является *малое количество выходов* на венчурном рынке, которое, в свою очередь, является очень серьезной структурной проблемой рынка венчурного капитала. Без налаженного механиз-

ма выходов нет расширенного воспроизводства венчурного капитала, устойчивая работа которого возможна только в постоянном реинвестировании полученной венчурными капиталами прибыли. Не будет достаточного объема выходов - не запустится механизм самовозрастания венчурного капитала, что в конечном итоге ведет и к малому объему рынка венчурного капитала, и к нежеланию инвесторов рисковать, поскольку проекты некому продавать.

Подводя итоги, еще раз отметим, что российский рынок венчурного капитала на современном этапе своего развития столкнулся с рядом проблем, первопричины которых кроются в макроэкономической нестабильности и негативных инвестиционных ожиданиях, низкой инвестиционной привлекательности рынка, нестабильности политического курса, ограниченном предложении финансового капитала, снижении продуктивности отраслевой науки и монополизации значительной части российской экономики.

Последствиями данных проблем являются обнаруживаемые на рынке негативные тенденции, способные стать барьером развития отечественного рынка венчурного капитала, такие как сокращение объема рынка, уменьшение среднего размера сделок, стадийная и отраслевая диспропорция, низкая активность ангельского инвес-

тирования, невысокое качество инновационных проектов, малое количество выходов и отток венчурного капитала из страны.

В решении обозначенных проблем самую активную роль должно сыграть государство, призванное справиться с теми трудностями, преодолеть которые рынок не способен самостоятельно.

¹ MoneyTree: Навигатор венчурного рынка // Официальный сайт Российской Венчурной Компании. URL: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/MoneyTree_gus_2016.pdf.

² Там же.

³ Обзор Рынка. Прямые и венчурные инвестиции в России 2015 // Официальный сайт Российской Ассоциации Венчурного Инвестирования. URL: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA_yearbook_2015_Russian_PE_and_VC_market_review_ru.pdf.

⁴ Там же.

⁵ Там же.

⁶ Там же.

⁷ Там же.

⁸ Там же.

⁹ Там же.

¹⁰ Там же.

¹¹ Там же.

¹² MoneyTree...

¹³ Исследование Venture Barometer Russia 2015 // Сайт компании Prostor Capital. URL: http://media.rusbase.com/reports/venture_barometer2015.pdf.

Поступила в редакцию 06.05.2016 г.