

УДК 330.322.54 DOI: 10.14451/1.225.118

Важность прозрачности в венчурных фондах: усиление подотчетности и стимулирование роста

© 2023 **Фирсов Артемий Алексеевич**

аспирант кафедры Бухгалтерский учет, аудит и статистика экономического факультета, Российский университет дружбы народов имени Патриса Лумумбы, Москва.

E-mail: artemyi.firsov@yandex.ru

Ключевые слова: венчурные инвестиции, отчетность, прозрачность, мониторинг.

Прозрачность играет решающую роль в функционировании фондов венчурного капитала, способствуя повышению подотчетности, доверия инвесторов и общему росту отрасли. В этой статье рассматривается значение прозрачности в деятельности венчурных фондов, выделяются ее преимущества и исследуются проблемы, связанные с ее внедрением. Анализируя существующую литературу и отраслевые практики, эта статья дает представление о роли прозрачности в улучшении процесса принятия инвестиционных решений и создании здоровой инвестиционной экосистемы. Выводы подчеркивают необходимость надежных механизмов отчетности и раскрытия информации, общеотраслевых стандартов и нормативно-правовой базы для обеспечения прозрачности деятельности венчурного капитала.

Введение

Венчурные фонды являются «операторами» венчурного финансирования. Единого подхода к определению «венчурного финансирования» (или «венчурного капитала») на сегодняшний день нет. В законодательстве дается следующее определение:

«Венчурное и (или) прямое финансирование инновационного проекта – финансовое обеспечение инновационного проекта за счет средства бюджетов бюджетной системы Российской Федерации и иных источников, предусмотренных либо не запрещенных законодательством Российской Федерации, осуществляемое институтом инновационного развития, иными организа-

циями и фондами и физическими лицами посредством участия в уставных (складочных) капиталах коммерческих организаций, приобретения прав, связанных с таким участием, приобретения инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, участия в фондах, участия в договорах инвестиционных товариществ, участия в иных формах коллективных инвестиций, основанных на принципах совместного инвестирования денежных средств в рамках общей инвестиционной стратегии (политики) и совместного участия с другими инвесторами в распределении прибыли и убытков от инвестирования, предоставления займов, иных долговых инструментов (в том числе с условием их конвертации, зачета и (или) новации), выдачи гарантий и по-

ручительств, предоставления грантов, кредитов и (или) использования иных не противоречащих законодательству Российской Федерации форм вложения средств» [6].

Данное определение является достаточно широким и, в достаточной мере, отражающим «организационную» суть анализируемого процесса, при этом не учитывается «операционная» составляющая. Бериков В. Б. [2], Аммосов Ю. П. [1], Короткий С. В. [3] и др., Рогова Е. М. и др. [4] в своих трудах приводили собственные подходы к определению данного термина. Вместе с тем, автор предлагает собственное определение к «венчурному финансированию»:

«Венчурное финансирование – это механизм среднесрочного финансирования компаний на ранних стадиях развития, занимающихся разработкой и производством высокотехнологичной и качественно новой продукции, сопряженный со значительными рисками и участием инвесторов в управлении инвестируемой компанией, направленный на получение дохода не менее запланированного уровня на вложенные средства, и содействующего дальнейшему развитию компании».

Данный термин представляется более емким, так как описывает комплексность данного механизма инвестирования, а также не накладывает необоснованные ограничения на ключевые факторы (такие как форма финансирования, отрасль финансирования и прочие).

Роль венчурного финансирования в экономике заключается в предоставлении капитала новым инновационным компаниям, что позволяет создавать новые рабочие места, способствует общему экономическому росту [10], поддержки научной отрасли и технологической независимости. Это стало более актуальным в условиях санкционного давления – венчурное финансирование как инструмент поддержки высокотехнологичных компаний может сыграть решающую роль в обеспечении технологического суверенитета в части критических технологий (развитие приоритетных отраслей), а также снижении за-

висимости от импорта.

Венчурные фонды, являясь ключевыми игроками в стартап-экосистеме, сталкиваются с уникальными проблемами в управлении инвестициями, балансировании риска и доходности и привлечении капитала. Прозрачность их деятельности имеет решающее значение для установления доверия между инвесторами, предпринимателями и заинтересованными сторонами. Целью данной статьи является обоснование и формирование подходов к отчетности венчурных фондов в Российской Федерации. Для этого будет осуществлен краткий анализ венчурного рынка Российской Федерации, а также литературный обзор по теме.

Методология

Методология данной статьи базируется на трудах отечественных (Бериков В.Б. [2], Аммосов Ю. П. [1], Рогова Е. М. [4], Короткий С. В. [3]) и зарубежных ученых (Камминг Д. и др. [7], Гарсиа Х. Л. и др. [8], Лернер Дж. [10], Райт М. и др. [11]), статистических («Обзор российского рынка венчурных инвестиций» [5]) и иных информационных источниках данных.

Общенаучные методы, использованные при написании статьи, включают в себя анализ и синтез научной литературы и нормативно-правовых документов по теме венчурного инвестирования в частности и инвестирования в целом, изучение и обобщение полученных сведений, а также формализация предлагаемых к публикации отчетных данных.

Результаты исследования

1. Обзор венчурного капитала в Российской Федерации

В качестве источника статистических данных взяты аналитические сборники Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ).

Рассмотрим динамику рынка венчурного капитала в Российской Федерации за последние 5 лет. На рисунке 1 представлена динамика количества и капитализации венчурных фондов.

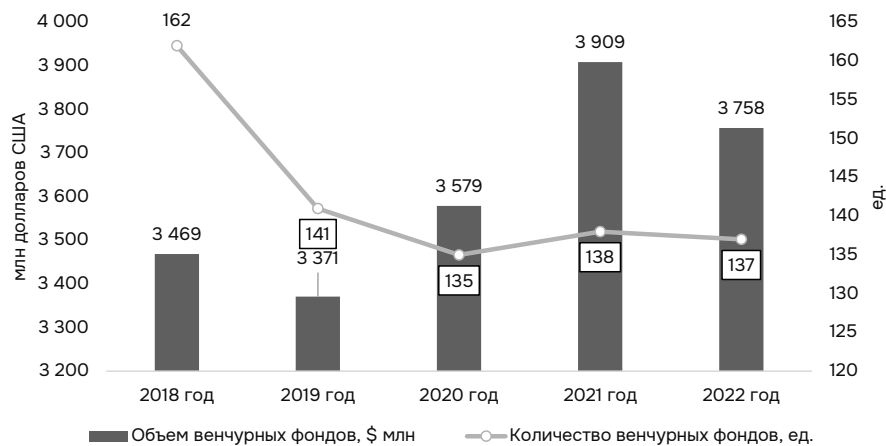


Рис. 1. Динамика числа венчурных фондов и объем их капитализации.

Источник: составлено автором по данным Российской ассоциации венчурного инвестирования.

Мы видим, капитализация венчурных фондов в Российской Федерации в период с 2018 по 2022 гг. выросла на 8,33% (со среднегодовым темпом прироста 2,02%), или в рублевом эквиваленте на 18,42% (со среднегодовым темпом прироста 4,32%). Таким образом, мы можем предположить, что предпосылка о нехватке финансирования на отечественном рынке не является корректной. При этом необходимо отметить, что количество действующих фондов за этот же период сократилось на 15,43%.

Далее рассмотрим динамику инвестиционной активности (рис. 2).

Инвестиционная активность в анализируемый период не характеризовалась особой стабильностью – ежегодный объем инвестиций снизился на 1,25% (или со среднегодовым темпом – 0,31%), количество сделок снизилось в 6,75 раза (на 85%, или со среднегодовым темпом – 37,96%). Такое резкое снижение деловой активности связано как с фундаментальными особенностями функционирования отечественного рынка венчурного капитала, так и с конъюнктурой рынка в целом – эпидемия COVID-19, внешнеполитические события начала 2022 года. Вместе с тем, необходимо отметить несколько факторов:

1. В рублевом эквиваленте объем инвестиций вырос с 10,0 млрд руб. до 10,8 млрд руб. (т. е. на 7,95%, или со среднегодовым темпом 1,93%);

2. Средний объем инвестиций в 1 сделку («средний чек») вырос с 0,8 млн долларов США в 2018 году до 5,6 млн долларов США в 2022 году (или с 53,1 млн руб. до 386,8 млн руб.).

Таким образом, мы можем сделать вывод, что на отечественном рынке на сегодняшний момент сформирована диспропорция между спросом на инвестиции и их предложением. Венчурные инвесторы, будучи промежуточным звеном между грантовым финансированием и банковским кредитованием, сегодня еще не получили достаточного распространения и доверия со стороны как предпринимателей, так и со стороны потенциальных инвесторов. Ввиду отсутствия регулирования венчурного финансирования как такового сегодня отсутствуют требования к венчурным фондам, соответственно – отсутствуют требования к отчетности венчурных фондов. Обеспечение прозрачности деятельности венчурных фондов должно являться механизмом снижения асимметрии информации и инструментом снижения потенциальных рисков, характерных для этой отрасли. По мнению автора, внедрение публичной отчетности фондов должно быть одним из первоочередных шагов до привлечения в качестве товарищей-вкладчиков пенсионных и страховых фондов в качестве дополнительных источников финансирования.

2. Преимущества прозрачности в венчурных фондах

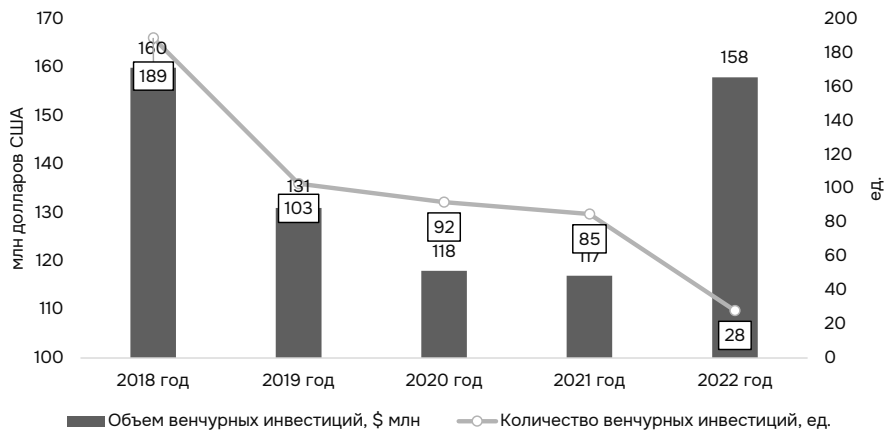


Рис. 2. Динамика объема и количества венчурных инвестиций.
 Источник: составлено автором по данным Российской ассоциации венчурного инвестирования.

Улучшенное принятие инвестиционных решений. Прозрачность позволяет инвесторам принимать обоснованные решения, предоставляя доступ к исчерпывающей и точной информации о деятельности фонда, портфельных компаниях и инвестиционных стратегиях.

Раскрытие информации в отчетах может повысить прозрачность венчурной индустрии, облегчая инвесторам понимание того, как используются их деньги и на какую прибыль они могут рассчитывать, что, в свою очередь, может способствовать повышению доверия к отрасли и привлечь больше инвестиций. Кроме того, раскрытие информации в отчетах может привлечь венчурные фонды к ответственности за их результаты и инвестиционные решения, что может помочь предотвратить мошенничество и другие неэтичные действия (сюда же добавим потенциальные конфликты интересов), а также побудить управляющих фондами принимать более ответственные инвестиционные решения. Это, в свою очередь, вносит свой вклад в решение существующей проблемы асимметрии информации на рынке венчурного инвестирования, где инвесторам приходится полагаться исключительно на данные, предоставленные самими предпринимателями и полученные через персональные или организационные «полезные связи» (или нетворкинг) [7]. Кроме того, представление данных о составе и качестве инвестиционного портфеля венчурного фонда может служить подтвержде-

нием опыта команды венчурного фонда [11], что является одной из существенных характеристик, влияющих на развитие венчурного рынка.

Расширенные отраслевые стандарты и сравнительный анализ. Прозрачность венчурных фондов способствует установлению общеотраслевых стандартов и передового опыта. Делясь информацией об инвестиционных критериях, процессах комплексной проверки (due diligence) и методологиях оценки, фонды вносят свой вклад в разработку эталонов (бенчмаркинг) и способствуют здоровой конкуренции.

Раскрытие информации в отчетах может предоставить сравнительные данные, которые можно использовать для сравнения эффективности различных венчурных фондов. Это может помочь инвесторам принимать более обоснованные решения о том, в какие фонды инвестировать, а также может помочь управляющим фондами определить области для улучшения. Вместе с тем, как уже отмечено выше, раскрытие информации в отчетах может привести к разработке отраслевых стандартов отчетности и оценки эффективности — это может помочь создать более равные условия для всех фондов, а также может помочь отрасли в целом расти.

3. Вызовы и решения

Требования конфиденциальности и раскрытия информации. Прозрачность должна обеспечивать тонкий баланс между раскрытием соответ-

ствующей информации и соблюдением соглашений о конфиденциальности, при этом венчурные фонды должны ориентироваться в сложной нормативно-правовой базе, регулирующей требования к отчетности и раскрытию информации.

Раскрытие информации в целях отчетности не должно ставить под угрозу коммерческие тайны портфельных компаний венчурных фондов, а значит, что помимо наличия ограничений, регулируемых законодательством и введенных юридически обязывающими документами между фондом и портфельной компанией, должен быть стандарт для венчурных фондов, регламентирующий объем и форму раскрытия той или иной информации. Чувствительная информация (например, стоимость привлечения клиента, себестоимость единицы продукции, справедливая стоимость и пр.) может быть представлена в отчетах для внутреннего пользования, при этом для публичных отчетов представление подобной информации целесообразно в агрегированной форме.

Управление отношениями с инвесторами. Прозрачность требует эффективной коммуникации и активного управления отношениями с инвесторами.

Как уже отмечалось ранее, венчурные фонды, как правило, непосредственно участвуют в жизни своих портфельных компаний, соответственно отчетность венчурных фондов является механизмом ответа на запросы инвесторов и способом укрепления доверия. Отчетность предоставляет инвесторам информацию, необходимую им для принятия обоснованных решений. Когда инвесторы рассматривают возможность инвестирования в венчурный фонд, они должны знать, что фонд принимает обоснованные инвестиционные решения на основе точной и надежной информации. Без этой информации инвесторы могут не захотеть вкладывать средства, что может негативно сказаться на способности фонда привлекать капитал. В свою очередь, раскрытие информации со стороны портфельных компаний позволяет своевременно выявить потенциальные риски [8] и «узкие места» в плане развития.

4. Подходы к формированию открытых отчетов

С учетом представленных выше преимуществ раскрытия информации, а также потенциальных и фактических вызовов на пути имплементации, автором предлагается состав типового отчета венчурного фонда, состоящий из четырех разделов (табл. 1).

Таблица 1. Авторское представление разделов и содержания типового отчета венчурного фонда.

Разделы	Публичная часть отчета	Непубличная часть отчета
1. Общая информация о Фонде	<ul style="list-style-type: none"> - Наименование - Организационно-правовая форма - Реквизиты - Описание миссии, цели - Краткое описание стратегии (при наличии) - Краткое описание Инвестиционной политики / Инвестиционного меморандума - Инвесторы фонда (в зависимости от ООП и условий юридически обязывающих документов) - Команда фонда 	<ul style="list-style-type: none"> - Результаты аудита - Финансовые показатели

Продолжение на следующей странице

Таблица 1. Авторское представление разделов и содержания типового отчета венчурного фонда. (Продолжение таблицы)

<p>2. Общая информация об Инвестиционном портфеле Фонда</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Краткие результаты отчетного периода - Динамика инвестиционной деятельности - Статус портфеля - Структура портфеля - Динамика изменения стоимости портфельных компаний (совокупно) - Финансовые показатели портфельных компаний (совокупно) - Социально-экономические показатели портфельных компаний (совокупно) - Риски Инвестиционного портфеля Общества 	<ul style="list-style-type: none"> - Динамика изменения стоимости портфельных компаний (по каждому активу) - Динамика изменения стоимости портфельных компаний (для реализованных инвестиций) - Динамика изменения денежного мультипликатора (gross money multiple) для реализованных инвестиций; - Динамика изменения стоимости портфельных компаний (для нереализованных инвестиций) - Динамика изменения денежного мультипликатора (gross money multiple) для нереализованных инвестиций;
<p>3. Показатели эффективности Фонда</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Внутренняя ставка доходности (IRR) (агрегировано, для реализованных и нереализованных инвестиций) - Объем активов под управлением (AUM) - Распределения на вложенный капитал (DPI) - Остаточная стоимость на вложенный капитал (RVPI) - Суммарная стоимость на вложенный капитал (TVPI) 	<ul style="list-style-type: none"> - Внутренняя ставка доходности (IRR) (для реализованных инвестиций) - Внутренняя ставка доходности (IRR) (для нереализованных инвестиций)
<p>4. Общая информация о Портфельных активах Фонда</p>	<p>Для каждого актива:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Описание деятельности - Описание продукта - Ключевые инвестиционные аспекты - Целевое использование инвестиций (направления) - Ключевые события за период (состояния дел в компании, стадии разработки ключевых продуктов / актуальных технологий, существенные события) - Текущая бизнес-модель; - Ключевые финансовые показатели - Ключевые социально-экономические показатели 	<p>Для каждого актива:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Резюме инвестиции - Основные условия сделки - Финансовые показатели (динамика + анализ) - Информация о выполнении бизнес-плана - План действий команды Фонда в будущем отчетном периоде - План действий команды Портфельного актива в будущем отчетном периоде - Статус выхода из Портфельного актива - Динамика оценки справедливой стоимости Портфельной компании - Риски Портфельной компании - Результаты мониторинга - Результаты аудита - Результаты независимых экспертиз проекта

Источник: авторская разработка.

Важно понимать, что, как и в случае с соблюдением любых стандартов отчетности, данная информация является минимальной к раскрытию (т. е. руководство венчурного фонда по своему усмотрению может обеспечить большее раскрытие информации), вместе с тем – не должна

нарушать законодательство страны и правила деловой этики.

Существует также пример торговой ассоциации Invest Europe, имеющей собственные методические рекомендации по отчетности для инвесторов [9]. Указанные в документе параграфы

раскрываемой информации представляют собой значительный массив данных, подготовка которого достаточно трудоемкая, а публикация которого должна соответствовать строгим рамкам конфиденциальности, при этом необходимо отметить, что представленные рекомендации вносят существенный вклад в обеспечение прозрачности осуществления и управления инвестициями. Однако реальная польза подготовки и публикации такого объема информации, влияние такого отчета на развитие отрасли, подлжет дополнительной долгосрочной оценке.

Заключение

Прозрачность является фундаментальной опорой индустрии венчурного капитала, обеспечивая подотчетность, укрепляя доверие и стимулируя рост. В этой статье освещаются преимущества прозрачности в улучшении процесса принятия инвестиционных решений и установлении отраслевых стандартов. Он также решает

проблемы, связанные с конфиденциальностью, соблюдением законодательства и отношениями с инвесторами. Для поддержания и повышения прозрачности венчурных фондов необходимы совместные усилия участников отрасли, регулирующих органов и заинтересованных сторон. Придерживаясь прозрачности, венчурные фонды могут раскрыть весь потенциал стартап-экосистемы и внести свой вклад в экономическое развитие. Внедрение системы отчетности является одним из важных элементов становления и стабилизации отечественной экосистемы венчурного финансирования, наряду с внедрением полноценного законодательного регулирования, введения новых организационно-правовых форм, формирования и поддержки экосистемы государственно-частного партнерства и стимулирования научно-исследовательской деятельности в высших учебных заведениях с формированием проектных компаний при условии финансовой поддержки самим ВУЗом.

Библиографический список

1. Аммосов Ю. П. Венчурный капитализм: от истоков до современности. – СПб. : РАВИ, 2004. – 408 с.
2. Бериков В. Б., Белова Т. И., Лосева А. В. Анализ устойчивости типологии российских регионов по показателям возможностей достижения финансовой самостоятельности // Вопросы статистики. – 2015. – № 12. – С. 9–26.
3. Короткий С. В. Венчурный бизнес : учебное пособие. – М. : Издательские решения, 2019. – 137 с.
4. Рогова Е. М., Ткаченко Е. А., Фияксель Э. А. Венчурный менеджмент. – М. : НИУ ВШЭ, 2011. – 440 с.
5. Российская ассоциация венчурного инвестирования «Venture Russia 2022. Обзор российского рынка венчурных инвестиций». – URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2022-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обр. 04.07.2023).
6. Федеральный закон от 23.08.1996 № 127-ФЗ (ред. от 17.02.2023) «О науке и государственной научно-технической политике» / Консультант Плюс. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_11507 (дата обр. 07.04.2023).
7. Cumming D., Dai N. Local bias in venture capital investments // Journal of Empirical Finance. – 2010. – 17(3). – P. 362–380.
8. Garcia Osma B., García Lara J., Penalva F. Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency // Journal of Accounting and Economics. – 2015. – July. – Vol. 61. – DOI: [10.1016/j.jacceco.2015.07.003](https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.003).
9. Invest Europe Handbook of Professional Standards. Section 5: Investor reporting guidelines. – URL: <https://www.investeurope.eu/media/2634/ie-investor-reporting-guidelines.pdf> (visited on 07/04/2023).
10. Lerner J. Boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed—and what to do about it. – Princeton University Press, 2009.
11. Wright M., Robbie K., Ennew C. Venture capitalists and serial entrepreneurs // Journal of Business Venturing. – 1997. – 12(3). – P. 227–249.