

# Основные проблемы развития венчурной индустрии в России и методы их решения

Марголин А. М., Синютин Л. П. \*

Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Российская Федерация, \*lsinyutin-14@edu.ranepa.ru

## РЕФЕРАТ

В статье исследователи поставили цель выявить наиболее актуальные проблемы венчурной индустрии России. Для этого была проведена оценка статистических показателей, а также проделан анализ прочей количественной и качественной информации, в том числе из первоисточников (интервью исследователей с экспертами венчурной индустрии). В исследовании использовались материалы из российских и зарубежных источников. Был проведен анализ динамики развития российского венчурного рынка, а также рассмотрены основные регуляторные аспекты этой деятельности в стране. По итогам проделанной работы были предоставлены определенные рекомендации, которые, по мнению авторов, способны в долгосрочной перспективе оказать поддержку венчурным инвестициям и ускорить динамику роста объема привлечения капитала отечественными стартапами.

**Ключевые слова:** венчурные инвестиции, венчурный капитал, предпринимательство, инновации, стартапы, регулирование развития венчурного бизнеса в России

**Для цитирования:** Марголин А. М., Синютин Л. П. Основные проблемы развития венчурной индустрии в России и методы их решения // Управленческое консультирование. 2022. № 1. С. 47–63.

## Underlying Challenges for Russian Venture Industry Development and Methods for Their Solution

Andrey M. Margolin, Leonid P. Sinyutin\*

Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation, \*lsinyutin-14@edu.ranepa.ru

## ABSTRACT

The authors of this article set a goal to identify the most relevant obstacles for venture capital development in Russia. In order to achieve this goal, statistical analysis was carried out as well as valuation of different quantitative and qualitative information, including primary sources (interviews with venture industry experts) was conducted. Russian and foreign literature was exploited during this research. The analysis of the Russian venture capital development dynamics was carried out, as well as the major regulatory aspects of the industry were examined. Based on the results of the research, certain recommendations were provided, which, according to the authors, are capable of supporting venture investments in the long term and accelerating the volume growth of capital raising by domestic startups.

**Keywords:** venture investments, venture capital, VC, entrepreneurship, innovations, start-ups, regulation of venture capital development in Russia

**For citing:** Margolin A. M., Sinyutin L. P. Underlying Challenges for Russian Venture Industry Development and Methods for Their Solution // Administrative consulting. 2022. N 1. P. 47–63.

## Введение

Инвестиции в акционерный капитал предприятий на их ранних стадиях развития, именуемые венчурным капиталом (Venture Capital — VC), являются, наряду с пря-

мыми инвестициями (Private Equity — PE), популярным и динамично развивающимся направлением инвестиционной деятельности, получившим наиболее широкое распространение в США и Европе.

Так, согласно оценке McKinsey, общий объем прямых инвестиций (включая венчурный капитал) по итогам 2020 г. достиг 502,9 млрд долл., при этом на Северную Америку и Европу пришлось 59,67 и 22,09% финансирования соответственно<sup>1</sup>. Объем венчурных инвестиций в США по итогам 2020 г. вырос на 13,1%, примерно до 156 млрд долл., что эквивалентно 0,75% от годового ВВП страны (20,93 трлн долл.)<sup>2</sup>. Европейская комиссия, являющаяся высшим органом Евросоюза, тесно взаимодействует со странами-членами для развития венчурной индустрии в регионе<sup>4</sup>. В Европе размер привлеченного венчурного капитала за 2020 г. составил 42,8 млрд евро (0,32% от годового ВВП ЕС, 13,38 трлн евро<sup>5</sup>)<sup>6</sup>. Следовательно, венчурный капитал вносит весомый вклад в экономику развитых стран.

Стоит отметить, что, несмотря на негативные последствия влияния пандемии COVID-19 на отдельные страны и мировую экономику в целом, международный венчурный рынок продемонстрировал исключительную стойкость, воспользовавшись новыми бизнес-возможностями. По итогам 1 квартала 2021 г. глобальный рынок VC вырос на 94% г-на-г, достигнув 125 млрд долл.<sup>7</sup>

Венчурная индустрия, характеризующаяся потенциально высоким риском и повышенной доходностью, 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 ЕБРР, 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)<sup>8</sup>. В 2006 г. правительство сформировало важнейший институт развития венчурного рынка

<sup>1</sup> A year of disruption in the private markets. McKinsey Global Private Markets Review 2021 // McKinsey & Company. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2021/mckinsey-global-private-markets-review-2021-v3.pdf> (дата обращения: 24.08.2021).

<sup>2</sup> Gross Domestic Product, 4th Quarter and Year 2020 (Advance Estimate) [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bea.gov/news/2021/gross-domestic-product-4th-quarter-and-year-2020-advance-estimate> (дата обращения: 24.08.2021).

<sup>3</sup> US Venture Exit Value Achieved \$ 290 Billion in 2020 Alongside Record Years for Investment and Fundraising Activity // NVCA. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <https://nvca.org/pressreleases/us-venture-exit-value-achieved-290-billion-in-2020-alongside-record-years-for-investment-and-fundraising-activity/> (дата обращения: 24.08.2021).

<sup>4</sup> Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs. Venture capital // European Commission [Электронный ресурс]. URL: [https://ec.europa.eu/growth/access-finance-smes/policy-areas/venture-capital\\_en](https://ec.europa.eu/growth/access-finance-smes/policy-areas/venture-capital_en) (дата обращения: 28.08.2021).

<sup>5</sup> [Электронный ресурс]. URL: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq\\_10\\_gdp/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp/default/table?lang=en) (дата обращения: 19.08.2021).

<sup>6</sup> European Venture Report. 2020 Annual // PitchBook. 2021 [Электронный ресурс]. URL: [https://pitchbook.com/news/reports/2020-annual-european-venture-report?utm\\_medium=nl-na&utm\\_source=reports&utm\\_campaign=2020-annual-european-venture-report](https://pitchbook.com/news/reports/2020-annual-european-venture-report?utm_medium=nl-na&utm_source=reports&utm_campaign=2020-annual-european-venture-report) (дата обращения: 19.08.2021).

<sup>7</sup> OECD SME and Entrepreneurship Outlook 2021 // OECD Publishing, Paris. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <https://doi.org/10.1787/97a5bbfe-en> (дата обращения: 18.09.2021).

<sup>8</sup> О РАВИ: Деятельность [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/rus/about/activity/> (дата обращения: 18.09.2021).

России — Российскую венчурную компанию (РВК), целью которой стало содействие в развитии инвестиционно-инновационной и венчурной деятельности в стране<sup>1</sup>. 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<sup>2</sup>.

Настоящая статья посвящена поиску ответов на вопросы:

- Как оценить текущее состояние российского венчурного рынка и перспективы его развития в среднесрочной перспективе?
- Способствуют ли существующие подходы к регулированию венчурного бизнеса привлечению новых инвесторов?
- Что мешает развитию венчурной индустрии и какие сферы экономической деятельности следует считать наиболее перспективными для привлечения венчурного капитала?

Для ответа авторами была собрана и обработана информация из разных источников, находящихся в публичном доступе, а также были проведены интервью с квалифицированными экспертами в области венчурных инвестиций<sup>3</sup>.

### **Динамика и перспективы развития венчурного рынка**

Существует несколько релевантных источников информации, которые публикуют статистику по венчурным инвестициям, использующие разную методологию ее представления, описанную ниже (табл. 1).

Из-за неоднородности публичной информации и отсутствия единой консолидированной официальной базы данных вытекает серьезная проблема, с которой может столкнуться потенциальный венчурный инвестор, а также предприниматели, желающие запустить стартап в России. Суть этой проблемы заключается в необходимости поиска источников достоверной информации, получение которой снижало бы и без того высокие риски реализации венчурных проектов.

Следует отметить, что за последнее время качество российских стартапов улучшилось. Российский человеческий ресурс, особенно в сфере ИКТ, имеет устойчивую позитивную репутацию во всем мире. Многие основатели перспективных компаний с российскими корнями стали думать «по-западному». Тем не менее динамика российского венчурного рынка является смешанной, согласно статистике «Венчурная Россия» от Dsight. При росте количества сделок на 14,2% г-на-г до 281, совокупный объем инвестиций сократился на 19,1% г-на-г и составил 702,9 млн долл. по итогам 2020 г. Основной причиной для такой тенденции послужило снижение среднего чека на сделку с 3,5 млн долл. годом ранее до 2,5 млн долл. в 2020 г. (табл. 2).

На сегодняшний день относительно мало иностранных инвесторов вкладывают капитал в российские проекты из-за проблем масштабирования, высоких геополитических рисков, а также неопределенности по выходу из сделки и продаже стра-

<sup>1</sup> РВК — О компании [Электронный ресурс]. URL: <https://www.rvc.ru/about/> (дата обращения: 18.09.2021).

<sup>2</sup> РВК войдет в структуру РФПИ в рамках реформы институтов развития РФ // Российский фонд прямых инвестиций. 2020 [Электронный ресурс]. URL: <https://rdif.ru/fullNews/6046/> (дата обращения: 13.08.2021).

<sup>3</sup> Авторы выражают особую признательность сооснователю и управляющему партнеру Orbita Capital Partners Алексею Николаевичу Прияткину, ассоциату фонда RTP Global Степану Петровичу Иванову и партнеру АСБ Консалтинг Групп Татьяне Валерьевне Лукьяновой за их аргументированную позицию и возможность использования их рекомендаций по вопросам, рассматриваемым в настоящей статье.

**Сведения по ключевым различиям методологий актуальных исследований, посвященных российскому рынку PE&VC**

Table 1. Information on the key differences in methodologies of current research on the Russian PE&VC market

	Ключевые положения методологии	ОБЗОР РАВИ	PREQVECA MONTHLY	Венчурная Россия (Dsight)	Исследование Inc	MoneyTree™ Навигатор венчурного рынка	Рейтинг активности венчурных инвесторов (РВК)
Данные	Публичные	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Непубличные (инсайд)	✓	–	✓	–	✓	✓
Рынки	PE	✓	✓	–	–	–	–
	VC	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Инвесторы	Институциональные (фонды PE&VC)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Неинституциональные (бизнес-ангелы)	–	–	✓	✓	✓	✓
	Прочие инвесторы	–	–	✓	✓	✓	✓
Компании	«Российские» (рынок РФ — основной)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	«Зарубежные» (рынок РФ — не основной)	–	–	–	–	–	✓

Источник: составлено авторами на основе данных Обзора российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).].

тегическому инвестору. Средняя доля иностранного капитала в общем объеме составляет 21,8% за последние три года. При этом по итогам 2020 г. доля зарубежных инвестиций существенно сократилась и составила 14,7%, а средний чек за год упал в три раза до 4,3 млн долл. (табл. 2).

По итогам 2020 г. лидирующую позицию по размеру вложенного капитала в венчурные проекты занимают корпоративные фонды (корпорации). Эти фонды являются дочерними структурами крупных компаний, которым предоставлена управленческая самостоятельность в принятии инвестиционных решений, выделены необходимые финансовые ресурсы, а также предоставлена научно-исследовательская инфраструктура компаний для оценки проектов [1].

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

**Размер венчурного рынка с классификацией стадий сделок и видов инвесторов за 2018–2020 гг.**

Table 2. The VC market size with the classification of deals stages and investors types for 2018–2020

	Количество сделок, шт.			Объем инвестиций, млн долл.			Средний объем сделок, млн долл.		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Классификация сделок</b>									
Посев	142	123	117	12,3	26,2	27,8	0,1	0,2	0,2
Стартап	78	49	82	22,8	50,6	91,8	0,3	1,0	1,1
Рост	63	44	57	128,1	139,1	188,6	2	3,2	3,3
Экспансия	17	24	19	126,9	184,1	131,4	7,5	7,7	6,9
Зрелость	10	6	6	478	469	263,3	47,8	78,2	43,9
<b>Классификация инвесторов</b>									
Акселераторы	141	64	35	11,1	5,5	3,8	0,1	0,1	0,1
Ангелы	33	37	64	19,2	39,6	37,3	0,6	1,1	0,6
Корпорации	42	31	47	215,2	190,6	307,6	5,1	6,1	6,5
Иностранцы	15	18	24	184,8	232	103	12,3	12,9	4,3
Частные фонды	65	66	83	266,5	321,6	179,1	4,1	4,9	2,2
Гос. фонды	14	30	28	71,2	79,7	72,1	5,1	2,7	2,6
Всего	310	246	281	768	869	702,9	2,5	3,5	2,5
Выходы	37	38	23	349,7	5557,5	2508			

Источник: составлено авторами на основе данных «Венчурная Россия. Итоги 2020. Dsight» [Венчурная Россия. Итоги 2020 [Электронный ресурс]. URL: [https://www.kaspersky.com/ihub/assets/Report\\_Venture\\_Russia\\_FY2020\\_RUS.pdf](https://www.kaspersky.com/ihub/assets/Report_Venture_Russia_FY2020_RUS.pdf) (дата обращения: 05.09.2021)].

это IPO, как один из самых успешнейших выходов российской компании на публичный рынок<sup>1</sup>.

IPO (продажа акций на бирже) является не единственным способом продажи бизнеса и выхода из венчурной сделки. Есть несколько других инструментов по фиксации прибыли: продажа стратегическому/финансовому инвестору, выкуп компании менеджментом и т. д. Рис. 1 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.).

В отчете Dsight более подробно описаны 22 выхода, которые происходили в течение 2020 г. (по методологии РАВИ количество выходов из проектов составило 30 сделок) (табл. 3).

Согласно методологии РАВИ, к VC относятся только ранние стадии финанси-

<sup>1</sup> Об Ozon: [Электронный ресурс]. URL: <https://corp.ozon.com/history> (дата обращения: 05.09.2021).



Рис. 1. Способы выходов с участием VC фондов за 2020 год по количеству сделок  
 Fig. 1. Classification of VC funds exits' methods in 2020 by the number of deals

Источник: составлено авторами на основе данных обзора российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).]

Таблица 3

**Выходы из сделок за 2020 г.**

Table 3. Exits in 2020

Дата	Компания	Выход/покупатель	Сумма (млн долл.)	Категория
Ноябрь	Ozon	IPO Nasdaq	1200	Торговля и посещение магазинов
Сентябрь	Звук	Сбер	300	Музыка и аудио
Июнь	2ГИС	Сбер	151,4	Картографические сервисы
Октябрь	Сравни.ру	Baring Vostok, Goldman Sachs	70	Торговля и посещение магазинов
Ноябрь	Zarplata.ru	HeadHunter	46,9	Веб-сервисы
Май	Ewid	Morgan Stanley, Expansion Capital, PeakSpan Capital	42	Торговля и посещение магазинов
Декабрь	Rutube	Газпром-медиа	33,6*	СМИ и Развлечения
Июль	Рамблер	Сбер	27,4	СМИ и Развлечения

Дата	Компания	Выход/покупатель	Сумма (млн долл.)	Категория
Октябрь	РМТ	FerrotecEuro- reGmbH	20*	Аппаратное обеспечение/«Железо»
Октябрь	К50	Яндекс	15*	Реклама
Сентябрь	Кухня на районе	O2O Холдинг	12,42	Еда и напитки
Сентябрь	banki.ru	Эльбрус Капитал	10	СМИ и Развлечения
Июль	Новые облачные «техноло- гии»	Лаборатория Касперского	7,5	Сервисы администрирова- ния
Май	Айвикс	Ovoca Bio PLC	5	Здравоохранение
Февраль	CardsMobile	Виафокус Лими- тед	4	Приложения
Февраль	Sumsub	Крупный ИТ- холдинг	2,5	Программное обеспечение
Декабрь	Я Молодец	Газпром-медиа	2*	Программное обеспечение
Апрель	Qplatform	SBI Holdings	2	Технологии для финансов
Сентябрь	Elementaree	Максим Басов	1	Еда и напитки
Август	yRisk	Биомединвест	0,446*	Биотехнологии
Ноябрь	Genetico	ООО «АйсГен-2»	Н.д.	Здравоохранение
Н.д.	Н.д.	Winno/NUMA Invest	Н.д.	Н.д.
*по оценке Dsight				

Источник: составлено авторами на основе данных «Венчурная Россия. Итоги 2020. Dsight» [Венчурная Россия. Итоги 2020. [Электронный ресурс]. URL: [https://www.kaspersky.com/iHub/assets/Report\\_Venture\\_Russia\\_FY2020\\_RUS.pdf](https://www.kaspersky.com/iHub/assets/Report_Venture_Russia_FY2020_RUS.pdf) (дата обращения: 05.09.2021).].

вания проектов: посев, стартап, рост и частично экспансия с чеком до 100 млн долл. за сделку. Более поздние стадии экспансии и зрелости РАВИ относит к РЕ. Поэтому результаты, подготовленные РАВИ, существенно меньше статистики Dsight (табл. 4).

По итогам 2020 г. количество VC сделок сократилось на 7,8% г-на-г до 95, при этом объем венчурных инвестиций вырос на 6,1% г-на-г до 139 млн долл. Совокупный среднегодовой темп роста за последние 15 лет составил всего лишь 4,5% и это свидетельствует о том, что венчурная индустрия находится в серьезной стагнации несмотря на рост количества сделок почти в два раза. Среднее значение и медиана объема составляют 161 и 145 млн долл. соответственно (рис. 2). Также видно, что исторически на долю начальных стадий стартапов приходится существенно меньше капитала, чем на позднюю. Так, по итогам 2020 г. на стадию рас-

**Классификация венчурных инвестиций за 2018–2020 гг.**

Table 4. Classification of venture investments for 2018–2020

	Количество сделок			Объем инвестиций, млн долл.			Средний объем сделок, млн долл.		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Посев и стартап	99	31	29	16	8	6	0,2	0,3	0,2
Рост	30	25	14	26	24	6	0,9	1,0	0,4
Экспансия	34	32	44	113	96	114	3,3	3,0	2,6
*Другое	26	15	8	5	3	13	0,2	0,2	1,6
<b>Всего</b>	<b>189</b>	<b>103</b>	<b>95</b>	<b>160</b>	<b>131</b>	<b>139</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
<b>Выходы</b>	<b>31</b>	<b>49</b>	<b>30</b>						

\*Всего минус (посев, стартап, рост, экспансия)

Источник: составлено авторами на основе данных обзора Российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).].

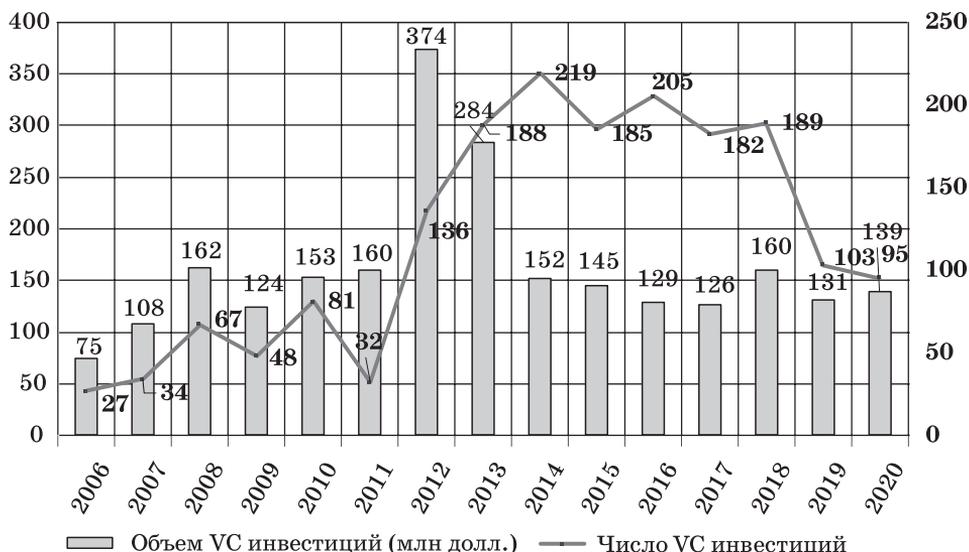


Рис. 2. Объем венчурных инвестиций и количество сделок за 2006–2020 гг.

Fig. 2. VC volume (\$, mn) and the number of deals in 2006–2020

Источник: составлено авторами на основе данных обзора Российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).].

ширения (экспансию) пришлось около 82% (114 млн долл.) от общего объема инвестиций. Объемы инвестиций на самых ранних стадиях находятся на историческом минимуме за последние пять лет (6 млн долл.).

При этом стоит отметить, что за сопоставимый период наблюдался отток частного капитала из России за рубеж согласно данным Центрального банка. Согласно своей методологии, ЦБ рассчитывает сальдо финансовых операций частного сектора как разницу чистого кредитования (+) и чистого заимствования (-). Чистое кредитование достигло пика в 2014 г., составив 152,1 млрд долл., и в 2016 г. на фоне нестабильной геополитической ситуации в стране сократилось почти в три раза. В 2014 г. также наблюдалось резкое падение объема VC на 46,5% г-на-г до 152 млн долл. По итогам 2020 г. отток капитала в России составил 50,5 млрд долл. (рис. 3).

Некоторые эксперты отмечают, что у некоторых организаций (вносящих большой вклад в развитие венчурной индустрии), проводящих исследования, по каким-то объективным причинам отсутствует возможность своевременно делать анализ венчурного рынка и публиковать его результаты. Например, по состоянию на 01.05.2021 РАВИ не опубликовало отчет по итогам 2020 г., на сайте были данные только за первое полугодие 2020 г. При этом у некоторых исследователей к тому времени уже была опубликована статистика.

Согласно результатам опроса 620 российских основателей стартапов, на момент запуска проектов 61% предпринимателей использовали собственные сбережения,

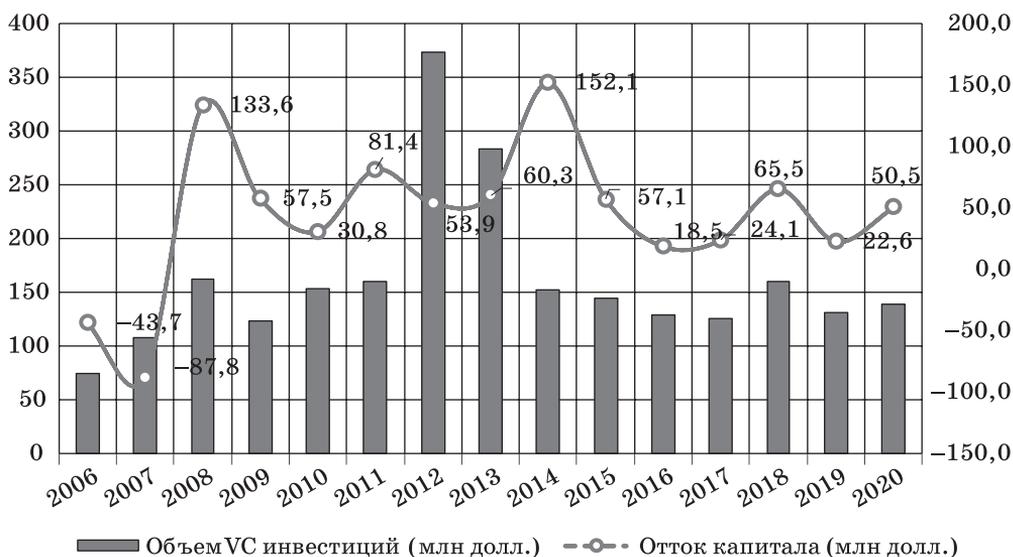


Рис. 3. Объем венчурных инвестиций и отток российского капитала за рубеж за 2006–2020 гг.

Fig. 3. The volume of venture investments (\$, mn) and Russian capital outflow overseas (\$, bn) in 2006–2020

Источник: составлено авторами на основе данных обзора Российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).] и на основе данных финансовых операций частного сектора. Банк России [Финансовые операции частного сектора (по данным платежного баланса Российской Федерации) // Банк России [Электронный ресурс]. URL: [https://cbr.ru/vfs/statistics/credit\\_statistics/bop/outflow.xlsx](https://cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/bop/outflow.xlsx) (дата обращения: 15.09.2021).]

на венчурные фонды и бизнес ангелов пришлось 2% и 1% инвестиций, соответственно. Чем на более поздней стадии развития находится компания, тем больше она начинает опираться на собственную выручку для рефинансирования капитала и дальнейшего роста<sup>1</sup>.

Некоторые эксперты утверждают, что ситуация в среднесрочной перспективе останется прежней и емкость российского венчурного рынка изменится незначительно. Многие российские компании уезжают и создают стартапы за рубежом или же на ранних стадиях продают свои проекты. Количество новых проектов, а также объем сделок будет, вероятно, демонстрировать положительную динамику, но это не отразится на инвестициях и общей капитализации портфельных компаний.

Опрошенные авторами эксперты утверждают, что сферы биотехнологий и здравоохранения (BioTech/MedTech) являются одними из главных бенефициаров пандемии в 2020 г. Рис. 4–5 подтверждают точку зрения респондентов. Интерес инвесторов в сфере MedTech вырос почти в три раза, с 10 млн долл. в 2019 г. (7,6% доля от всего объема VC инвестиций) до 28 млн в 2020 г. (20,1% доля от всего объема VC инвестиций). При этом сфера информационно-коммуникационных технологий (ИКТ), исторически, занимает лидирующую позицию среди венчурных инвесторов с долей рынка 64% (89 млн долл.).

Как показал анализ, в 2020 г. было проведено девять сделок в сфере MedTech, средний чек составил рекордные за последние шесть лет 3,1 млн долл. (рис. 6). Относительно невысокое количество сделок (около 9,5% от всех сделок 2020 г.) характеризуется сильным регулированием сферы, так как российские медицинские проекты должны получать регистрационное удостоверение Минздрава РФ, как и для оборудования, так и для программного обеспечения. В целом, сфера здравоохранения является более сложной в сравнении с другими венчурными секторами. Кагра W. и Antonio G. в своем исследовании утверждают, что повышение экономической устойчивости

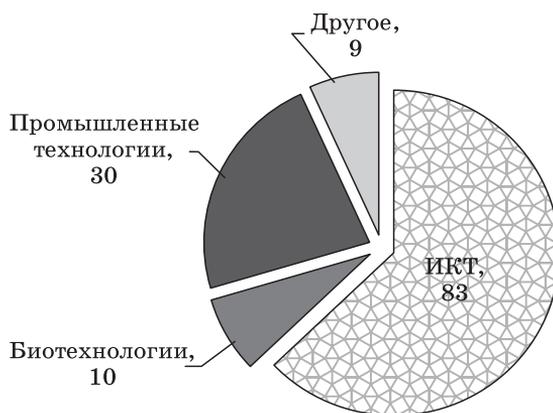


Рис. 4. Распределение объемов VC инвестиций по секторам (млн долл.) за 2019 г.

Fig. 4. Venture investments classification by the sectors (\$, mn) for 2019

Источник: составлено авторами на основе данных обзора Российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [?> Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).

<sup>1</sup> Исследование рынка технологического предпринимательства в России 2020. [Электронный ресурс] // Startup Barometer. 2020. URL: [https://generation-gv-startup.ru/upload/docs/Startup\\_Barometer\\_2020.pdf](https://generation-gv-startup.ru/upload/docs/Startup_Barometer_2020.pdf) (дата обращения: 05.09.2021).

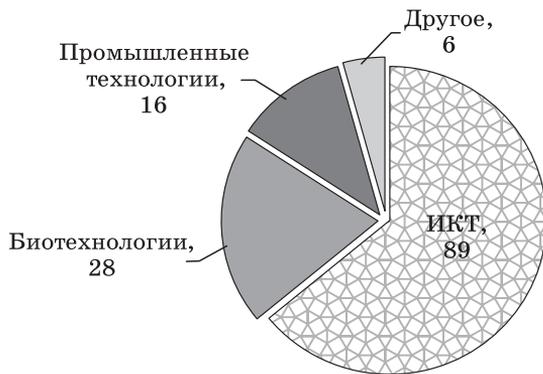


Рис. 5. Распределение объемов VC инвестиций по секторам (млн долл.) за 2020 г.  
Fig. 5. Venture investments classification by the sectors (\$, mn) for 2020

Источник: составлено авторами на основе данных обзора Российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [?> Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).].

чивых результатов в отношении здравоохранения возможно только при наличии достаточного количества инноваций, которые многие страны включают в число своих первоочередных приоритетов [3]. При этом исследователи отмечают, что процессы в отрасли здравоохранения требуют значительных финансовых и интеллектуальных инвестиций, а также ресурсов времени, в том числе и потому, что весь инновационный процесс в MedTech характеризуется высоким уровнем неопределенности [3].

По оценке Dsight количество инвестиций за 2020 г. составило 18 сделок (в 2019 г. четыре сделки) со средним чеком 2,4 млн долл. Приток венчурного капитала в сектор вырос более чем в семь раз и составил 42,7 млн долл.<sup>1</sup> С одной стороны, такой существенный рост можно характеризовать эффектом низкой базы 2019 г., а с другой стороны, наблюдается спрос на медицинские B2C сервисы, которые помогают пользователям находить врачей, делать анализы и записываться на приемы в государственные и частные клиники. Стоит отметить, что РФПИ в период 2020–2021 гг. существенно инвестировал в российское здравоохранение. Капиталовложения фонда в создание и продвижение вакцины от коронавируса «Спутник V» оцениваются в 22 млрд руб.<sup>2</sup> Опрошенные авторами специалисты считают, что сфера MedTech в России имеет все шансы закрепиться на втором месте по объему инвестиций в среднесрочной перспективе, при этом количество сделок будет расти из-за растущего спроса на медицинские технологии и лечебные услуги по всему миру.

### Нормативно-правовое регулирование венчурной индустрии

В настоящее время можно выделить несколько основных нормативно-правовых актов в области регулирования развития венчурного бизнеса. Следует отметить, что в Указе Президента Российской Федерации от 21 июля 2020 г. № 474 «О на-

<sup>1</sup> Венчурная Россия. Итоги 2020 [Электронный ресурс]. URL: [https://www.kaspersky.com/ihub/assets/Report\\_Venture\\_Russia\\_FY2020\\_RUS.pdf](https://www.kaspersky.com/ihub/assets/Report_Venture_Russia_FY2020_RUS.pdf) (дата обращения: 05.09.2021).

<sup>2</sup> Инвестиции РФПИ в «Спутник V» составили 22 млрд руб. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4967711> (дата обращения: 20.09.2021).

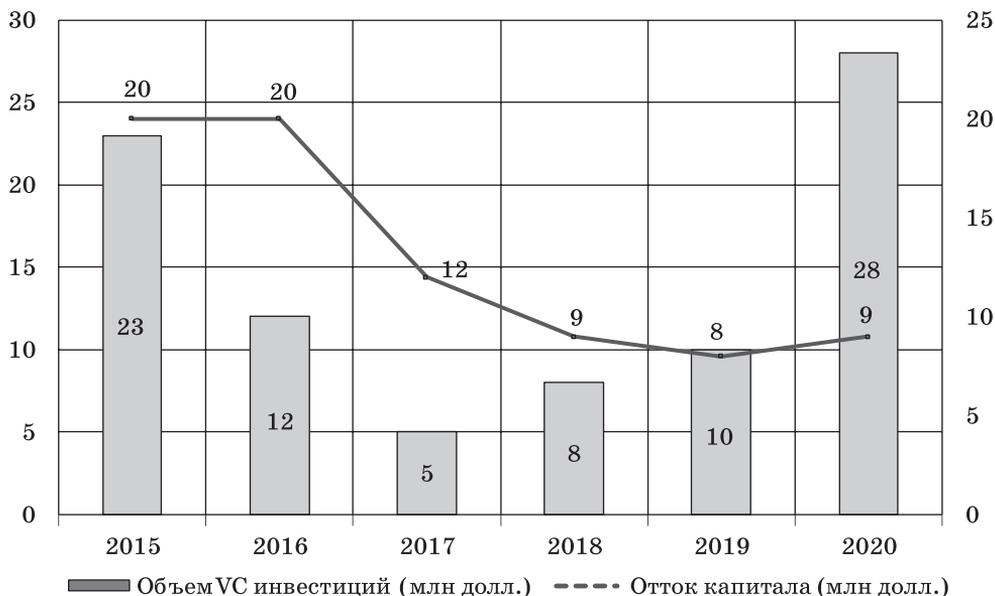


Рис. 6. Объем и количество сделок VC в сфере MedTech (млн долл.) за 2020 г.  
Fig. 6. Volume and number of VC deals in the MedTech (\$, mn) for 2020

Источник: составлено авторами на основе данных Обзор Российского рынка венчурных инвестиций 2020. РАВИ [Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2020 год // РАВИ. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 11.09.2021).]

циональных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года» присутствует пункт, указывающий на «реальный рост инвестиций в основной капитал не менее 70 процентов по сравнению с показателем 2020 г.», а также присутствует фокус на цифровое развитие, и, с нашей точки зрения, роль венчурного бизнеса в решении этих задач весьма высока<sup>1</sup>.

Действительно, в последнее время наблюдается существенный прогресс в цифровой трансформации России. Согласно статистике OECD, Россия занимает первое место по количеству государственных инициатив и инструментов для развития цифровизации экономики по итогам 2019 г. (см. табл. 5). OECD насчитывает 10 инициатив в стране (пять финансовых, три нефинансовые и две регуляторные).

В 2020 г. правительство России приняло Федеральный закон от 31.07.2020 № 309-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О науке и государственной научно-технической политике”» с целью стимулирования технологического предпринимательства в стране. Одной из его ключевых целей является минимизация потенциальной уголовной ответственности за неэффективную реализацию бюджетного финансирования в сфере инновационных технологических проектов на фоне рыночной неопределенности, а также других рисков потери капитала<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года: Указ Президента Российской Федерации от 21 июля 2020 г. № 474 [Электронный ресурс]. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202007210012> (дата обращения: 20.09.2021).

<sup>2</sup> О внесении изменений в Федеральный закон «О науке и государственной научно-технической политике»: Федер. закон Рос. Федерации от 31 июля 2020 г. № 309-ФЗ [Электронный

**Политические инициативы, способствующие освоению цифровых технологий домашними хозяйствами и людьми за 2019 г. По типу инициативы**

Table 5. Policy instruments to promote digital uptake by households and individuals in 2019. By type of initiative

Страны	Финансовая поддержка		Нефинансовая поддержка	Правила и нормативные акты	Всего
	Прямая	Косвенная			
Австралия	1	*	2	1	4
Австрия	*	1	1	1	3
Чили	*	1	*	*	1
Колумбия	1	*	1	*	2
Чехия	*	1	*	*	1
Дания	*	1	2	1	4
Эстония	*	1	1	-	2
Финляндия	*	1	1	1	3
Израиль	*	*	1	*	1
Япония	1	*	2	1	4
Корея	*	*	*	1	1
Латвия	1	*	3	1	5
Литва	*	*	1	*	1
Мексика	*	*	2	2	4
Норвегия	*	*	1	*	1
Португалия	1	1	1	1	4
Словения	*	*	1	*	1
Швеция	1	*	*	*	1
Турция	*	*	1	1	2
Великобритания	*	*	1	*	1
США	1	1	*	*	2
Коста-Рика	*	1	1	1	3
Россия	3	2	3	2	10
Сингапур	1	*	1	1	3
Всего	11	11	27	15	64
* — информация недоступна					

Источник: составлено авторами на основании OECD Digital Economy Outlook 2020. OECD [OECD Digital Economy Outlook 2020 // OECD Publishing, Paris. 2020 [Электронный ресурс]. URL: <https://doi.org/10.1787/bb167041-en> (дата обращения: 10.05.2021)].

ресурс]. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202007310086?index=12&rangeSize=1> (дата обращения: 20.09.2021).

Одним из нововведений закона стала обновленная методология для оценивания успешности венчурных фондов. Теперь при анализе деятельности венчурного фонда учитывается совокупная стоимость его портфеля, а не каждой отдельной сделки — инвестиции в портфельную компанию/проект. Следовательно, чем лучше динамика роста стоимости портфеля, тем более успешным является фонд. При оценке стоимости портфеля в целом неудача локального проекта перестает играть ключевую роль и предоставляет инвестору новые возможности для объективной оценки рисков венчурного финансирования<sup>1</sup>.

Проанализировав вышеописанные указы и инициативы, можно сделать вывод, что в России преобладает тренд на развитие инновационных проектов в различных сферах экономики с акцентом на ее цифровую трансформацию. Однако для того чтобы оказать поддержку венчурному рынку и минимизировать неопределенность, необходимо сформировать прозрачную структурированную программу регулирования и четко выделить инициативы, связанные с этой деятельностью. При этом государство может сконцентрировать свои ограниченные ресурсы на стимулировании реализации таких венчурных проектов, которые способствуют достижению национальных целей развития и реализации приоритетных национальных проектов.

Характерно, что существуют разные точки зрения по поводу регулирования венчурной индустрии. Некоторые эксперты, например, считают, что качество такого регулирования на текущий момент оставляет желать лучшего, поскольку инвесторы не защищены должным образом. Венчурные капиталисты предпочитают английское право российскому, поэтому большинство сделок на поздних стадиях с большим чеком проходит вне российской юрисдикции. По состоянию на 2020 г. Россия занимала 28-ю позицию из 190 стран в рейтинге Doing Business, что рассматривалось как индикатор положительной динамики развития предпринимательства в стране. Тем не менее стоит обратить внимание на два фактора. Во-первых, эта методология включает в себя только два крупнейших города РФ с крупным бюджетом и наиболее развитой инфраструктурой: Москву и Санкт-Петербург. Во-вторых, по шкале рейтинга, характеризующего защиту миноритарных акционеров от неправомерного использования корпоративных активов директорами в личных целях, а также права акционеров, гарантии качества корпоративного управления и требования корпоративной прозрачности, которые снижают риск потенциальных злоупотреблений, страна находится лишь на 72-й позиции<sup>2</sup>.

Следует отметить, что эффективность рейтинга Doing Business ставится под сомнение экспертами из-за отсутствия в нем практической пользы. Этот рейтинг является формальностью, больше характеризующей внутренние регуляторные изменения в исследуемых странах, чем отражает экономическую действительность и реальные изменения инвестиционного климата [2]. Аргумент экспертов подтвердился в сентябре 2021 г., когда Всемирный банк и вовсе решил перестать выпускать ежегодный рейтинг Doing Business для сохранения своей деловой репутации на фоне выявленных нарушений при его составлении за предыдущие периоды<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Госдума поддержала законопроект о поддержке высокорисковых инновационных и технологических проектов // Министерство экономического развития Российской Федерации. 2020 [Электронный ресурс]. URL: [https://www.economy.gov.ru/material/news/gosduma\\_podderzhala\\_zakonoproekt\\_o\\_podderzhke\\_vysokoriskovyh\\_innovacionnyh\\_i\\_tehnologicheskikh\\_proektov\\_.html](https://www.economy.gov.ru/material/news/gosduma_podderzhala_zakonoproekt_o_podderzhke_vysokoriskovyh_innovacionnyh_i_tehnologicheskikh_proektov_.html) (дата обращения: 15.09.2021).

<sup>2</sup> Ease of Doing Business in Russian Federation // The World Bank [Электронный ресурс]. URL: <https://www.doingbusiness.org/en/data/exploreeconomies/russia> (дата обращения: 11.09.2021).

<sup>3</sup> IMF chief called out over pressure to favor China while at World Bank // Reuters. 2021 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/world-bank-kills-business-climate-report-after-ethics-probe-cites-undue-pressure-2021-09-16/> (дата обращения: 15.09.2021).

Тем не менее существует и альтернативная точка зрения, заключающаяся в том, что законодательство России, составляющее правовую базу для осуществления венчурных инвестиций, активно развивается и уже сегодня предоставляет необходимые возможности для работы венчурной индустрии<sup>1</sup>. Она выделяет две основные формы инвестиций институциональных инвесторов в стартапы: Закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ) и Инвестиционное товарищество (ИТ). У обеих форм есть свои плюсы и минусы. ЗПИФ является регулируемым Банком России инструментом с требованиями к достаточности капитала, составу и структуре активов, управляющей компании и контролю<sup>2</sup>. ИТ же является инструментом с более гибкой формой правового регулирования, но при этом имеет свои подводные камни при налогообложении. В частности, налоговая база в ИТ определяется не по фонду в целом, а по нескольким отдельным группам операций товарищества. И если в одной группе в результате деятельности товарищества появляется налогооблагаемая прибыль, а в других группах в том же налоговом периоде — убыток, пусть даже значительно превышающий прибыль первой группы, то товарищи будут обязаны исчислить и уплатить налог с прибыли первой группы<sup>3</sup>. Следовательно, даже если ИТ не принесло его членам или инвесторам доход, ИТ придется заплатить налоги, что может ухудшить экономику товарищества.

Эксперты отмечают, что у многих предпринимателей в России нет таких возможностей в продвижении своих проектов и стартапов, как на Западе, при этом отсутствует должное количество платформ в стране для проведения маркетинга и для интеграции предпринимателей с инвесторами и фондами. Инновационный центр «Сколково», который позиционирует себя как крупнейшая инновационная, предпринимательская площадка и стартап акселератор в России, имеет потенциал для развития. В США в Кремниевой долине каждый час проходят мероприятия, связанные с презентацией стартапов. Чтобы повысить узнаваемость российских проектов, нужно проводить чаще и больше мероприятий, куда будут приходиться разные стейкхолдеры. При этом необходимо обеспечить большее количество площадок для увеличения возможностей венчурных инвесторов и существенно уменьшить влияние бюрократических процедур на деятельность бизнес-платформ, способствуя тем самым повышению эффективности венчурного бизнеса.

## Выводы и рекомендации

1. Как показал анализ, совокупный среднегодовой темп роста венчурной индустрии в России за последние 15 лет составил всего лишь 4,5%, что свидетельствует о ее серьезной стагнации несмотря на рост количества сделок почти в два раза. Среднее значение и медиана объема составляют лишь 161 и 145 млн соответственно. При этом исторически на долю начальных стадий стартапов приходится существенно меньше капитала, чем на стадию поздних. В частности, по итогам 2020 г. на стадию расширения (экспансию) пришлось около 82% (114 млн долл.) от общего объема

<sup>1</sup> Этой позиции, высказанной в интервью авторам настоящей статьи, придерживается, например, Татьяна Валерьевна Лукьянова, являющаяся известным экспертом в сопровождении венчурных сделок в России.

<sup>2</sup> Инвестиционные паи закрытого и интервального паевых инвестиционных фондов, предназначенные для квалифицированных инвесторов [Электронный ресурс]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_34237/66fb2dbac9e3095ad2f0494bc68122232e2bdb45/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/66fb2dbac9e3095ad2f0494bc68122232e2bdb45/) (дата обращения: 15.09.2021).

<sup>3</sup> Особенности определения налоговой базы по доходам, полученным участниками договора инвестиционного товарищества [Электронный ресурс]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_28165/9db42e4247f8ca4bb6e609a8b1697d50ca3b472/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/9db42e4247f8ca4bb6e609a8b1697d50ca3b472/) (дата обращения: 15.09.2021).

инвестиций, а объем инвестиций на самых ранних стадиях находится на историческом минимуме за последние пять лет (6 млн долл.). Выявленные факты «эмиграции» венчурных компаний из российской юрисдикции и создания стартапов за рубежом или же продажи проектов на ранних стадиях подтверждают общую точку зрения, содержащуюся в многочисленных публикациях, а также оценках опрошенных авторами экспертов, и заключающуюся в том, что без изменения применяемых подходов к регулированию венчурного бизнеса и повышения эффективности его государственной поддержки в краткосрочной перспективе емкость российского венчурного рынка если и изменится, то лишь незначительно. Количество новых проектов, а также объем сделок будет, вероятно, демонстрировать положительную динамику, но это не отразится на инвестициях и общей капитализации портфельных компаний.

2. Наиболее перспективными направлениями развития венчурного бизнеса являются биотехнологии, здравоохранение, а также инвестиции в цифровизацию экономики. Можно ожидать и приток венчурных инвестиций в реализацию ESG-проектов, что обусловлено ожидаемым переходом к низко-углеродной экономике и масштабной государственной поддержкой проектов, направленных на достижение целей устойчивого развития. Есть основания полагать, что критическая масса успешных венчурных проектов в приоритетных сферах экономики станет катализатором аналогичных проектов и в других областях. С этой точки зрения у венчурной индустрии есть все основания для того, чтобы оказать существенное позитивное влияние на достижение национальных целей развития и реализацию приоритетных национальных проектов.

3. Прозрачность венчурного бизнеса является необходимым условием его развития. На текущий момент отсутствует единая статистическая база данных в России, которая могла бы показать наиболее точную агрегированную динамику развития венчурной индустрии. Такая информация полезна как инвесторам, так и компаниям-инициаторам венчурных проектов для анализа рыночных трендов и принятия инвестиционных решений. Поскольку компании, проводящие исследования и публикующие отчеты с их результатами, основываются на разных методологиях, целесообразно сформировать агрегированную микроэкономическую базу данных для ведения реестра по сделкам, объемам инвестиций и количеству фондов и выходов из венчурного бизнеса с ее ежеквартальным обновлением и выпуском соответствующих отчетов на русском и английском языках. Информационной прозрачности венчурного рынка могло бы также способствовать создание единого индекса венчурных инвестиций в России по аналогии, например, Thomson Reuters Venture Capital Research Index (TR VC Research Index), измеряющим совокупную валовую прибыль индустрии венчурного капитала в США путем отслеживания результатов деятельности отдельных частных компаний, поддерживаемых венчурным капиталом (индекс включает более 22 000 компаний)<sup>1</sup>.

4. Результаты исследования поддержки венчурных проектов с поздних стадий их реализации, где риски недостижения заявленных в бизнес-планах результатов минимальны, но маловероятен и прорывной характер разработок, на более ранние стадии, такие как посевная стадия и стадия стартапа. При наличии достаточно высоких инвестиционных рисков, свойственных российской экономике, актуальность государственной поддержки венчурных инвесторов именно на этих стадиях, с одной стороны, особенно велика, а, с другой стороны, ее предоставление формиру-

<sup>1</sup> The Thomson Reuters Indices. Venture Capital Research Index Methodology // Thomson Reuters [Электронный ресурс]. URL: <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/world-bank-kills-business-climate-report-after-ethics-probe-cites-undue-pressure-2021-09-16/> (дата обращения: 15.09.2021).

ет атмосферу доверия в треугольнике «государство — венчурный инвестор — реципиент инвестиций» и будет способствовать росту интереса к венчурному бизнесу в целом.

## Литература

1. Захарова Н. В., Лабудин А. В. Особенности венчурного инвестирования в Великобритании // Управленческое консультирование. 2019. № 12. С. 59–69.
2. Марголин А. М., Спицына Т. А. Страновые рейтинги сегодня и завтра // Государственная служба. 2020. № 4 (126). С. 42–55.
3. Karpa W., Grginović A. Long-term perspective on venture capital investments in early stage life-science projects related to health care // Economic Research-Ekonomska Istraživanja. 2020. Vol. 33. N 1. P. 2526–2540. DOI:10.1080/1331677X.2019.1629326.

## Об авторах:

**Марголин Андрей Маркович**, проректор РАНХиГС, директор Института финансов и устойчивого развития (Москва, Российская Федерация), доктор экономических наук, профессор; margolin-am@ranepa.ru

**Синютин Леонид Петрович**, аспирант РАНХиГС (Москва, Российская Федерация); Isinyutin-14@edu.ranepa.ru

## References

1. Zakharova N.V., Labudin A.V. The Peculiarities of Venture Investing in Great Britain // Administrative consulting [Upravlencheskoe konsul'tirovanie]. 2019. N 12. P. 59–69. (In rus).
2. Margolin A.M., Spitsyna T.A. Country ratings: today and tomorrow // Public Administration [Gosudarstvennaya sluzhba]. 2020. N 4 (126). P. 42–55. (In rus).
3. Karpa W., Grginović A. Long-term perspective on venture capital investments in early stage life-science projects related to health care // Economic Research-Ekonomska Istraživanja. 2020. Vol. 33. N 1. P. 2526–2540. DOI:10.1080/1331677X.2019.1629326.

## About the authors:

**Andrey M. Margolin**, Director of the Institute of Finance and Sustainable Development of the RANEPА (Moscow, Russian Federation), Vice-Rector of the RANEPА, Doctor of Science (Economics), Professor; margolin-am@ranepa.ru

**Leonid P. Sinyutin**, Post-Graduate Student of RANEPА (Moscow, Russian Federation); Isinyutin-14@edu.ranepa.ru