

ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТОРОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Обухова Елена Алексеевна

ассистент,
ФГАОУ ВО «Новосибирский национальный исследовательский государственный университет»,
кафедра «Моделирования и управления промышленным производством»,
г. Новосибирск, Российская Федерация.
E-mail: e.a.obukhova@gmail.com

Аннотация: Целью данной статьи являлось определение особенностей организации деятельности венчурных фондов в современной российской экономике. Для достижения цели исследования осуществлялось изучение и обработка доступной статистической базы. Дополнительно проводились экспертные интервью с представителями российских венчурных фондов. В результате анализа сложившейся ситуации на рынке прямых и венчурных инвестиций представляется целесообразным сделать вывод о том, что значительное число фондов, называющих себя венчурными, ориентируются на рискофобные модели принятия решений. Фактически такие инвестиционные организации не соответствуют классическому определению венчурного инвестора, которое, как правило, предполагает высокорисковые вложения в наиболее перспективные инновационные проекты. По мнению автора, такие фонды целесообразно было бы относить к категории классических инвестиционных организаций.

Ключевые слова: венчурные инвестиции, прямые инвестиции, анализ инвестиционных проектов, пивот, масштабируемость бизнес-проектов.

JEL: G24;

PECULIARITIES OF VENTURE INVESTOR ACTIVITIES ORGANIZATION IN RUSSIAN FEDERATION

Obukhova Elena Alekseevna
assistant of the chair «Modeling and Management of Industrial Production», faculty of Economics
Novosibirsk State University.
Novosibirsk, Russian Federation

Abstract: The purpose of this article was to determine the features of the organization of venture funds in the modern Russian economy. To achieve the research goal, the available statistical base was studied and processed. Additionally, expert interviews with representatives of Russian venture funds were conducted. As a result of the analysis of the current situation in the market for direct and venture capital investments, it seems reasonable to conclude that a significant number of funds that call themselves venture capitalists are oriented toward risky-phobic decision-making models. In fact, such investment organizations do not correspond to the classic definition of a venture investor, which usually involves high-risk investments in the most promising innovative projects. In the author's opinion, such funds would be appropriate to be classified as a classical investment organization.

Keywords: venture investments; direct investments; analysis of investment projects; pivot; scalability of business projects.

Введение

Развитие инновационного, высокотехнологичного бизнеса – одна из наиболее важных ступеней трансформации экономики на пути к мировому лидерству. Формирование так называемого «шестого технологического уклада», обеспечивающего высокий уровень конкурентоспособности национальных экономик, невозможно без постоянной массовой коммерциализации инноваций. Этот

путь в течение XX века прошли такие страны, как США, Япония, Германия, Китай и ряд других государств.

В этой связи, многие экономисты, такие как Н.Д. Кондратьев, Й. Шумпетер, Г. Менш, М. Портер уделяли пристальное внимание вопросам взаимосвязи между развитием инновационного сектора и экономическим ростом [1].

Историческая справка

Принято считать, что современная венчурная индустрия возникла в Соединенных штатах Америки после создания 06 июня 1946 г. по инициативе председателя Федерального резервного банка Ральфа Фландерса Американской корпорации исследования и развития (American Research & Development Corporation, ARD Corp.) [2]. В тот же год предпринимателями Джорджем Дориотом и Джоном Уитни были созданы первые частные компании венчурного капитала – «American Research & Development» и «J.H. Whitney & Co» [1].

Важной вехой в истории развития венчурного капитализма можно считать создание в 1953 году в США Администрации по делам малого и среднего бизнеса (Small Business Administration, SBA), которая получила право оказывать разнообразную, в том числе финансовую поддержку предпринимателям. Принятие в 1958 году Закона об инвестициях, распространившего льготный ссудный режим на инвестиционную сферу, спровоцировало расширение практики применения венчурного способа финансирования высокорисковых проектов [2].

Таким образом, начавшая формироваться в послевоенный период институциональная инфраструктура венчурного рынка окончательно оформилась в Америке к 1973 году, когда была основана Национальная ассоциация венчурного капитала (NVCA), деятельность которой направлена на защиту интересов всех участников инвестиционного процесса и разработку теоретических и методических основ для его эффективного функционирования.

В российской экономической науке указанного периода (1940-е – 1970-е годы), в связи с ее ориентацией на социалистический, плановый подход к организации производства, в том числе и в сфере высоких технологий, исследование перспектив венчурного финансирования не было востребовано и не осуществлялось. Первые публикации на эти темы относятся к 1980-м годам (целесообразно упомянуть работы В.И. Громеки, П.А. Недотко, Е.А. Лебедевой и ряда других экономистов), однако они были посвящены преимущественно изучению западного опыта и не предполагали его экстраполяцию на советскую действительность.

В практической сфере датой начала формирования венчурной составляющей российской экономики принято считать 1993 год, когда на Токийском саммите «Большой восьмёрки» было принято решение о создании и поддержке за счёт средств Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) первых венчурных фондов. Институциональную основу данного рынка в России обеспечивают созданная в 1997 году Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ), входящая в качестве ассоциированного члена в Европейскую ассоциацию прямого и венчурного инвестирования (EVCA), деятельность которой направлена на формирование условий для развития этого вида инвестиций в структуре отечественной экономики, а также образованное в 2007 году ОАО «Российская венчурная компания» (РВК), выступающая в качестве аналитического центра и модератора государственного регулирования исследуемого рынка [3].

Изучение вопросов венчурного финансирования российских инновационных проектов имеет относительно недолгую историю, что вызвано объективными предпосылками, связанными с социалистической ориентированностью экономики СССР до 1980-х годов. Однако, принимая во внимание тот факт, что именно высокотехнологичные отрасли на современном этапе обеспечивают лидерство в мировой экономической системе, их изучение характеризуется высокой степенью актуальности.

Современное состояние венчурного рынка РФ

Характеризующей особенностью венчурных инвестиций, отличающих их от других видов финансовых вложений, является сочетание высокого уровня риска с высокой доходностью. Именно это позволяет венчурным фондам финансировать большое количество прорывных инновационных проектов, лишь малая часть из которых достигает успеха. Вместе с тем, такие «компании-звезды» (по классификации Boston Consulting Group) позволяют полностью захватывать существующие, либо создавать новые рынки, что обеспечивает многократный рост капитализации этих компаний, вследствие чего cash-out (доход, получаемый инвестором от продажи доли в профинансированной компании) по таким проектам формирует существенную финансовую эффективность деятельности венчурных инвесторов.

По состоянию на конец 3 квартала 2017 года, на территории РФ, по данным Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ), действовали 196 венчурных фондов (Venture capital – VC) и 77 фондов прямых инвестиций (Private equity – PE) (рис.1).

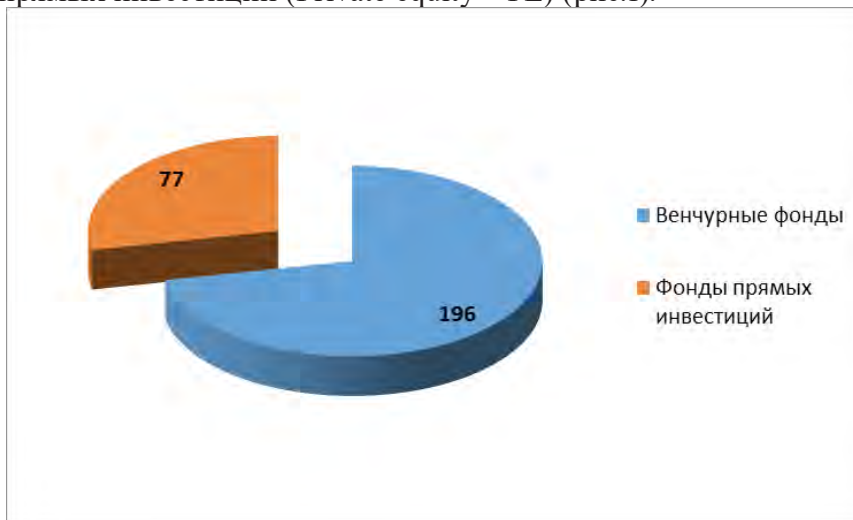


Рисунок 1 – Количество действующих VC и PE фондов в РФ на 3 кв. 2017 г. (шт.)

При этом, суммарный капитал VC и PE фондов составил 4293 млн долл. США и 17196 млн долл. США соответственно (рис. 2).

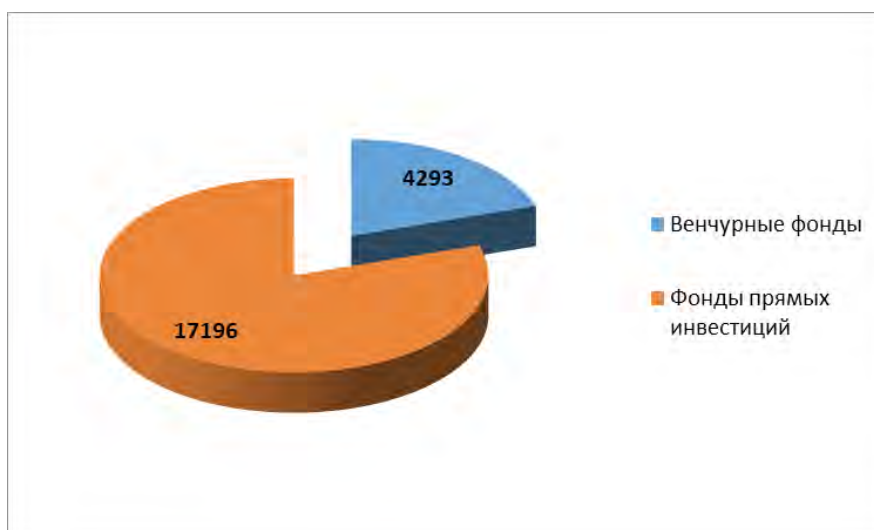


Рисунок 2 – Капитал действующих VC и PE фондов в РФ на 3 кв. 2017 г. (млн долл. США)

Для проведения дальнейших рассуждений целесообразно разделить реализацию

инновационного проекта на ряд стадий. Эта необходимость связана с тем, что часть фондов имеет свою «специализацию», поскольку берёт в рассмотрение проекты на различных этапах их развития. В соответствии с этим она предъявляет требования к отбираемым проектам, и корректный анализ венчурной отрасли без учета этой специфики невозможен. Именно в связи с этими стадиями выделяют различные раунды инвестиций (называемые раундами А, В и С в хронологической последовательности). Поскольку существует несколько возможных классификаций этапов развития инновационного бизнеса, представляется целесообразным остановиться на этом вопросе немного подробнее, чтобы зафиксировать базовый терминологический каркас, необходимый для дальнейших рассуждений.

Будем придерживаться наиболее классического подхода, широко описанного в специализированной литературе, основой которого является установление соответствия между этапами развития инновационного проекта и стадиями жизненного цикла инновации. Такой способ приводит к возникновению следующей классификации:

- посевная стадия (seed investment) – стадия, на которой существует только идея, либо бизнес-проект;
- стартап (startup) – компания образована недавно и не имеет рыночной истории и существенных собственных средств; на этой стадии, как правило, осуществляются НИОКР, изучается рынок, тестируется возможность продаж (раунд А);
- раннее развитие (early stage) – компания выпускает готовую продукцию, требующую существенных улучшений для успешной экспансии на рынок; также на этой стадии могут завершаться НИОКР (раунд В);
- расширение (expansion) – дополнительные денежные средства необходимы компании для наращивания производства, использования положительного эффекта масштаба, а также для проведения маркетинговых исследований и рекламной кампании (раунд В) [5];
- поздняя ступень (later stage) – компания переходит в разряд крупной. Происходит переход компании в разряд публичных (bridge), возможен выход на IPO и как итог выход инвесторов из проекта (exit) (раунд С).

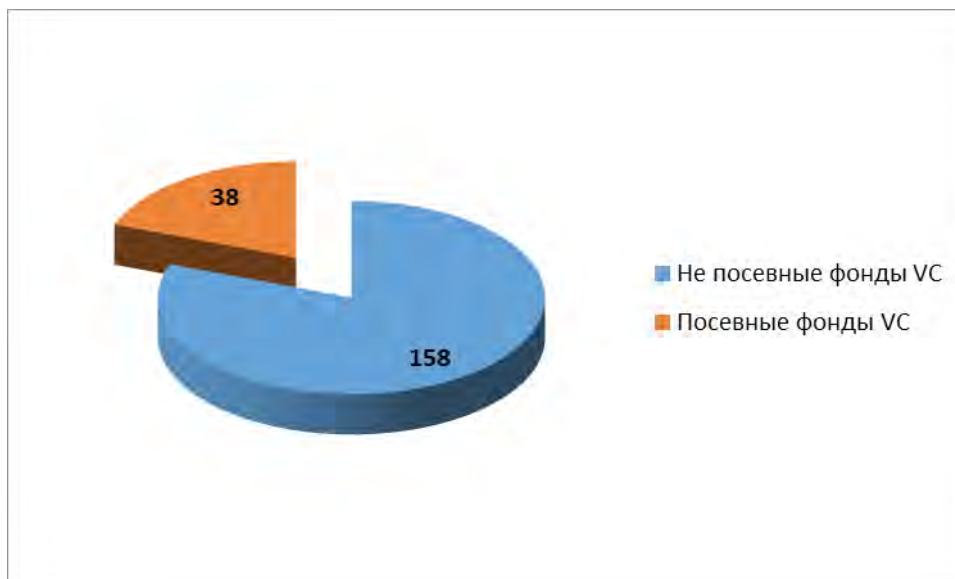


Рисунок 3 – Количество действующих посевных и не посевных VC фондов в РФ на 3 кв. 2017 г. (шт.)

Согласно данным РАВИ, из общего капитала российских венчурных фондов, составляющего 3876 млн долл. США, только 417 млн долл. США могут быть использованы для осуществления

посевных инвестиций (рис. 4).

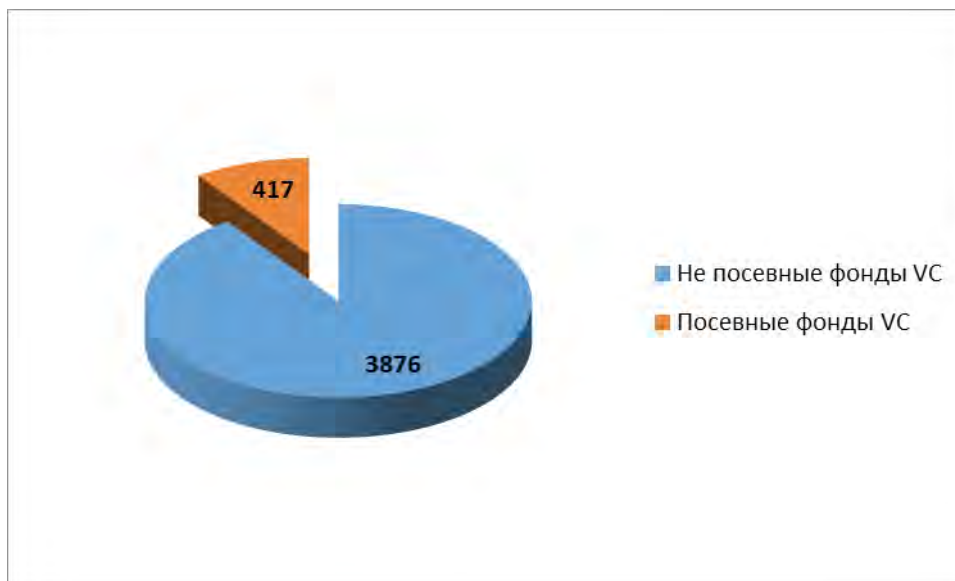


Рисунок 4 – Капитал действующих посевных и не посевных VC фондов в РФ на 3 кв. 2017 г. (млн долл. США)

Безусловно, российская венчурная отрасль демонстрирует существенное отставание от ведущих мировых экономик как по количественному показателю, так и по объему финансирования проектов. Согласно данным NVCA (National Venture Capital Association), посевные фонды США продемонстрировали более высокий уровень заинтересованности в инвестировании в проекты на ранних стадиях развития, вложив в высокорисковые проекты 6,78 млрд долл. США за 2017 год [6, с.6].

Вместе с тем, необходимо учитывать, что данный вид экономической деятельности в нашей стране возник сравнительно недавно, что в значительной мере определяет его отставание по количественным показателям от западных аналогов.

В целях выявления ключевых направлений инвестирования российских венчурных фондов на разных стадиях жизненного цикла инновационного проекта автором проведен анализ данных интернет-портала rb.ru, агрегирующего данные по проведенным российскими венчурными фондами сделкам с 1997 года по настоящее время (3 кв. 2017 г.). Полученные обобщенные данные отражены в таблице 1.

Таблица 1 – Распределение инвестиционных сделок с участием российских венчурных фондов по бизнес-сферам с учетом стадии инвестирования за период с 1997 года по 3 квартал 2017 года

Рыночные ниши	Стадия Seed	Round A	Round B,C, etc
программное обеспечение (Software)	111	78	8
Медицинские технологии (Med Tech)	68	20	4
Электронная коммерция (E-commerce)	64	78	18
Технологии обучения (EdTech)	45	33	2
Реклама и маркетинг (Marketing&Advertising)	43	32	0

Рыночные ниши	Стадия Seed	Round A	Round B,C, etc
Приложения для обмена сообщениями (Messengers)	43	29	3
Путешествия (Travel)	40	31	4
Биотехнологии (BioTech)	35	16	3
Программное обеспечение как услуга (SaaS)	31	20	3
Игры (Games)	30	22	1
Мобильные приложения (Mobile)	27	28	7
Услуги (Services)	24	13	13
Транспорт и логистика (Transport & Logistic)	24	14	5
Аппаратные средства (Hardware)	22	46	0
Финансовые технологии (FinTech)	21	39	10
Видео и ТВ (Video & TV)	20	20	0
Еда (Food)	18	17	4
Аналитика (Analytics)	16	11	2
Агрегаторы (Aggregators)	14	4	1
Авто (auto)	13	6	2
Разработка и недвижимость (Development and real estate)	12	5	0
Кадровые ресурсы (HR)	11	11	0
Безопасность (Security)	11	5	1

Из приведенных в таблице данных видно, что лидирует по количеству профинансированных стартапов отрасль информационных технологий. Необходимо также отметить, что при проведении глубинного анализа становится ясно, что реальное количество IT проектов в общем объеме профинансированных стартапов еще выше, поскольку значительная часть не попавших в эту категорию проектов – это компьютерные и программные решения в разных сферах. Так, например, достаточно активно финансируются проекты в сфере биотехнологий. Однако более глубокий анализ показывает, что наибольшее число проектов, отнесенных к данной сфере фактически являются IT проектами, связанными с биомедицинской тематикой (системы онлайн записи в мед. учреждения, мобильные приложения, сервисы продажи биологически активных добавок и др.).

Возможным объяснением столь явного доминирования IT-проектов в области seed-инвестиций может служить тот факт, что только в сфере информационных технологий на данный момент достаточно прогрессивный продукт может быть создан автономной группой энтузиастов. Создание инновационных программных решений не требует существенных капиталовложений, поскольку в условиях динамичного развития производства компьютерной техники, даже высокопроизводительные машины профессионального уровня доступны простому покупателю. В отличие от IT, прорывные проекты в таких отраслях как робототехника, hardware, автомобильная отрасль, транспорт и логистика требуют колоссальных стартовых инвестиций для производства опытного образца, не говоря уже о пробном запуске серийного производства.

По данным отчета, опубликованного в конце 2016 года, медиа-группа Firma совместно с компанией EY провели исследование рынка венчурных инвестиций РФ и подготовили рейтинг фондов по четырем направлениям: классические фонды, посевные фонды, новые фонды и иностранные фонды.

В нашем исследовании рассмотрим требования ключевых посевных фондов, предъявляемые к стартапам, претендующим на финансирование, опубликованных ими в открытых источниках (таблица 2), а также оценим выполнимость данных требований на стадии seed investment с использованием данных, полученных в ходе глубинных интервью с руководителями ряда венчурных фондов.

По данным отчета, опубликованного в конце 2016 года, медиа-группа Firma совместно с компанией EY провели исследование рынка венчурных инвестиций РФ и подготовили рейтинг фондов по четырем направлениям: классические фонды, посевные фонды, новые фонды и иностранные фонды.

В нашем исследовании рассмотрим требования ключевых посевных фондов, предъявляемые к стартапам, претендующим на финансирование, опубликованных ими в открытых источниках (таблица 2), а также оценим выполнимость данных требований на стадии seed investment с использованием данных, полученных в ходе глубинных интервью с руководителями ряда венчурных фондов.

Таблица 2 – Основные требования ключевых посевных венчурных фондов, предъявляемые к проектам

Ключевые критерии отбора проектов для инвестирования	Выполнимость требования на стадии seed investment	ФРИИ (iidf.ru)	Altair Capital (altair.vc)	Starta Capital (startacapital.com)
Приоритет проектам в сфере IT, Интернет и/или мобильных технологий	-	+	+	-
Наличие MVP - минимально жизнеспособного продукта	-	+	+	+
Наличие пилотных продаж (масштабируемость проекта)	-	+	+	+
Наличие СЕО и СТО (минимум 2 человека в команде)	+	+	+	+
Наличие опыта ведения бизнеса у ключевых участников команды	+	н/д	+	н/д
Подтвержденная бизнес-модель	-	+	н/д	н/д

Число профинансированных проектов, подтвержденных публичной информацией за 2016 год по данным Firrma		91	12	15
Ключевые критерии отбора проектов для инвестирования	The Untitled Ventures (theuntitled.net)	Amalthea Capital Partners (по данным mosinnov.ru)	Softline venture Partners (по данным mosinnov.ru)	Prostor Capital (по данным mosinnov.ru)
Приоритет проектам в сфере IT, Интернет и/или мобильных технологий	+	-	+	+
Наличие MVP - минимально жизнеспособного продукта	+	+	+	+
Наличие пилотных продаж (масштабируемость проекта)	+	+	+	+
Наличие CEO и СТО (минимум 2 человека в команде)	н/д	+	+	н/д
Наличие опыта ведения бизнеса у ключевых участников команды	н/д	н/д	+	н/д
Подтвержденная бизнес-модель	н/д	н/д	-	+
Число профинансированных проектов, подтвержденных публичной информацией за 2016 год по данным Firrma	12	н/д	н/д	н/д

Важно отметить, что, как видно из таблицы, самый крупный посевной венчурный фонд (по версии Firrma) поддерживает только IT-стартапы. Этот факт дополнительно подтверждает приведенные выше рассуждения.

Проведенный анализ требований венчурных фондов по отношению к рассматриваемым проектам позволяет сделать вывод о том, что они носят дискриминирующий характер по отношению к инновационным проектам, находящимся на ранних стадиях развития. В частности, установлено, что подавляющее большинство венчурных фондов требуют от стартапа доказанной на практике востребованности товара (то есть первичных продаж), а также их масштабируемости. Соответственно, даже на стадии посевных инвестиций от команды проекта требуется не только изготовить опытный образец инновационного продукта (что соответствует более поздним стадиям жизненного цикла инновации), но и осуществить исследование рынка, найти группу потенциальных покупателей, провести с ними переговоры и убедить в целесообразности приобретения опытного образца продукции. Таким образом, подобные требования существенно ограничивают круг проектов, которые могут потенциально получить финансирование, поскольку представляется сомнительным, что действительно высокотехнологичный продукт возможно изготовить самостоятельно без привлечения внешних денежных средств.

С этим частично связана существующая тенденция, заключающаяся в том, что венчурное

финансирование в РФ, как правило, получают в первую очередь проекты, связанные с производством программного обеспечения, прототип которого может быть создан группой программистов-энтузиастов [7].

Теоретической основой для инвесторов, которую они зачастую используют для объяснения завышенных и дискриминирующих требований к проектам, является так называемая traction-методика, позволяющая отследить в динамике развитие проекта (образно говоря, «сцепление» намеченного маршрута «дорожной карты» развития проекта с объективной реальностью). Впервые данная методика описана в монографиях «Traction: a startup guide to getting customers» Г. Вайнберга, «Lean startup» Э. Риса и «The goal» Э.М. Голдратта. Ее основная идея – постоянная проверка на практике выдвигаемых командой гипотез на каждой стадии развития стартапа (в терминах методики – валидация), а также постоянный поиск «узких мест», препятствующих росту проекта. Как правило, предлагается следующая последовательность применения traction-методики.

Таблица 3 – Применение traction-методики для управления стартапом

Этап реализации стартапа	Способ валидации
Идея проекта	Проведение маркетингового исследования для определения потребности
Сформулированная проблема	Формулировка «ценностного предложения»
Прототип продукта	Ручные продажи пробной партии
Массовые продажи	Поиск эффективного канала продаж

По сути, ключевая идея, которую пропагандируют инвесторы, придерживающиеся данной методики (в частности, отдельные представители клуба бизнес-ангелов ФРИИ), это необходимость доказывать на практике рентабельность идеи путём осуществления первых продаж до инвестиций. Однако, данный инструмент представляется целесообразным использовать как средство контроля хода реализации стартапа, а не способ отбора проектов. В противном случае, это приведёт к отсеиванию значительной части потенциально выгодных проектов, требующих относительно высоких временных и финансовых затрат на производство пробной партии продукции. Например, если теоретически возможно написание командой проекта мобильного приложения самостоятельно при наличии у них необходимых компетенций, и такой продукт может быть продан нескольким заинтересованным лицам, то собрать по-настоящему высокотехнологичный продукт и тем более его продать будет нереально. Если бы американский инвестор Илон Маск требовал от команды проекта продать хотя бы несколько грузовых автомобилей Tesla, оборудованных автопилотом, презентация которых состоялась в 2017 году, до начала НИОКР по разработке инновационного литий-ионного аккумулятора Powerwall, то весьма вероятно, что этот проект никогда бы не был реализован. В немалой степени, такое чрезмерное желание российских инвесторов минимизировать свои риски приводит к тому, что по-настоящему сложные, высокотехнологичные проекты в нашей бизнес-экосистеме не могут возникнуть.

Таким образом в данной ситуации мы имеем дело с классическим видом агентской проблемы: генеральные партнеры венчурных фондов заинтересованы в максимальной поддержке интересных, креативных и инновационных проектов, однако управляющие партнеры, осуществляющие техническое руководство инвестиционным процессом, в том числе и отбор стартапов, занимая позицию рискофобов (что противоречит самой сути венчурного бизнеса), вынуждены обращаться к командам, представляющим простые, понятные, но довольно обычные проекты, которые, как правило, не обладают потенциалом по созданию либо трансформации рынков и не влекут развитие технологий. Сложившаяся ситуация является одной из причин того, что венчурный капитал в нашей стране так и не стал драйвером технологического роста и триггером возникновения прорывных инноваций [8].

Таким образом, можно говорить о том, что подавляющее большинство фондов, позиционирующих себя как венчурные, фактически работают как традиционные инвестиционные фонды, так как исключают из рассмотрения начальные стадии жизненного цикла инноваций, на которых потребность в венчурном финансировании наиболее высока.

Заключение

Венчурные инвестиции – один из наиболее прогрессивных способов финансирования инновационной деятельности и его развитие является залогом интенсификации экономического развития России. Однако, необходимо отметить, что относительная незрелость бизнес-культуры нашей страны, вызванная тем, что она начала формироваться заново в 90-е годы XX века после почти столетнего перерыва, а также имевшая место в последние несколько десятилетий существенная нестабильность правовых и экономических институтов, вызвали в среде российских предпринимателей устойчивое стремление к избеганию риска. По-видимому, именно в преодолении этой тенденции заключается ключ к разрешению возникающей агентской проблемы, толкающей управляющих партнёров венчурных фондов к отказу от высокорисковых инновационных проектов, связанных с масштабными НИОКР, либо с трудоёмким производственным процессом. Вместе с тем, такого рода стартапы могут способствовать формированию перехода российской экономики на уровень шестого технологического уклада, что является одной из стратегических задач для нашего государства.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Угнич Е.А. Феномен венчурного капитала в российской экономике / Е.А. Угнич // Известия тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. – 2013. – № 4-1. – С. 67 – 75.
2. Комарова И.П. Феномен венчурного капитала. Проблемы и перспективы его функционирования в России / И.П. Комарова // Вестник ТГУ. – 2008. – № 61. – С. 53 – 59.
3. Чистякова О.В. Венчурный капитал как фактор развития инновационного предпринимательства / О.В. Чистякова // Известия ИГЭА. – 2011. – № 6 (80). – С. 136 – 139.
4. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 9 месяцев 2017 г. РАВИ, 2017. – 34 С.
5. Лукашов А.В. Венчурное финансирование / А.В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2006. – № 2. – С. 29 – 34.
6. Venture Monitor. 4Q 2017. [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <https://nvca.org/research/venture-monitor/>
7. Сабиров М.Р. Венчурный капитал, как фактор инновационной модернизации экономики / М.Р. Сабиров // Вестник экономики, права и социологии. – 2012. – № 2. – С. 76 – 79.
8. Плотникова Е.П. Венчурный капитал в системе общественного капитала: постановка проблемы / Е.П. Плотникова // Вестник ОГУ. – 2010. – № 8 (114). – С. 41 – 46.