

УДК 332. 05

DOI: 10.35330/1991-6639-2024-26-6-326-343

EDN: XJETFK

Аналитическая статья

Тенденции, проблемы и перспективы современного этапа развития венчурной «экосистемы»

М. В. Жанокова^{✉1}, С. А. Махошева¹, Э. М. Жаноков²

¹Институт информатики и проблем регионального управления –
филиал Кабардино-Балкарского научного центра Российской академии наук
360000, Россия, г. Нальчик, ул. И. Арманд, 37-а

²Кабардино-Балкарский государственный аграрный университет имени В. М. Кокова
360030, Россия, Нальчик, пр-т Ленина, 1в

Аннотация. Неустойчивость венчурной «экосистемы» присуща любой мировой стране в той или иной степени вне зависимости от уровня развития венчурной индустрии. Самым важным условием работы на исследуемом рынке является снижение скорости адаптации «игроков» к трансформационным процессам во внутренней и внешней среде. Следовательно, исследование современных трендов развития венчурного рынка, выявление угроз и стратегических перспектив является всегда актуальной задачей. Цель представленного исследования заключается в анализе современных трендов развития венчурной «экосистемы» в глобальном и российском масштабах, выявлении базовых проблем для объективной оценки стратегических перспектив развития российского высокотехнологического бизнеса. Для достижения цели в работе использовались следующие методы: экспертная оценка, сравнительный анализ, релевантная оценка статистических данных, полевые исследования и др. По итогам исследования определены основные угрозы и базовые проблемы венчурной индустрии страны, которые в перспективе могут стать сдерживающим фактором развития институциональных основ инновационной среды в стране и в ее территориальных социально-экономических образованиях. Результаты работы позволят проследить современную динамику и потенциал развития глобальной и российской венчурной «экосистем», оценить возможности адаптации новых моделей взаимодействия и инструментов инвестирования в российских реалиях.

Ключевые слова: регион, региональная экономика, венчурный фонд, бизнес-ангелы, стартап, фаундер, инвестиционные инструменты, венчурная индустрия.

Поступила 15.10.2024, одобрена после рецензирования 11.11.2024, принята к публикации 29.11.2024

Для цитирования. Жанокова М. В., Махошева С. А., Жаноков Э. М. Тенденции, проблемы и перспективы современного этапа развития венчурной «экосистемы» // Известия Кабардино-Балкарского научного центра РАН. 2024. Т. 26. № 6. С. 326–343. DOI: 10.35330/1991-6639-2024-26-6-326-343

Analytical article

Trends, problems and prospects of current development of venture “ecosystem”

M.V. Zhanokova^{✉1}, S.A. Makhosheva¹, E.M. Zhanokov²

¹Institute of Computer Science and Problems of Regional Management –
branch of Kabardino-Balkarian Scientific Center of the Russian Academy of Sciences
360000, Russia, Nalchik, 37-a I. Armand street

²Kabardino-Balkarian State Agrarian University named after V.M. Kokov
360030, Russia, Nalchik, 1v Lenin avenue

Abstract. Instability of venture ecosystem is inherent in any global country to one degree or another, regardless of the level of development of venture industry. The most important condition for working in the market under study is to reduce the speed of adaptation of "players" to transformational processes in the internal and external environment. Therefore, the study of current trends in the development of the venture capital market, the identification of threats and strategic prospects is always relevant. The purpose of the presented research is to analyze current trends in the development of the venture ecosystem on a global and Russian scale, identify basic problems for an objective assessment of the strategic prospects for the development of Russian high-tech business. To achieve the goal, the following methods were used in the work: expert assessment, comparative analysis, relevant assessment of statistical data, field research, etc. Based on the results of the study, the main threats and basic problems of the country venture industry have been identified, which in the future may become a deterrent to the development of the institutional foundations of the innovation environment in the country and in its territorial socio-economic entities. The results of the work will allow us to trace the current dynamics and development potential of the global and Russian venture ecosystems, to assess the possibilities of adapting new models of interaction and investment tools in Russian realities.

Keywords: region, regional economy, venture fund, business angels, startup, flounder, investment tools, venture industry

Submitted 15.10.2024,

approved after reviewing 11.11.2024,

accepted for publication 29.11.2024

For citation. Zhanokova M.V., Makhosheva S.A., Zhanokov E.M. Trends, problems and prospects of current development of venture "ecosystem". *News of the Kabardino-Balkarian Scientific Center of RAS.* 2024. Vol. 26. No. 6. Pp. 326–343. DOI: 10.35330/1991-6639-2024-26-6-326-343

ВВЕДЕНИЕ

Венчурная система является важнейшей частью инновационной системы любой страны. Венчурные фонды, аккумулируя капитал инвесторов, являются источником финансирования высокотехнологичных проектов, характеризующихся максимальными рисками инвестиционных портфелей, то есть способствуют превращению инновационных идей в успешные компании со сверхдоходами. Ряд проблем, связанных с разрывом в размерах капитала между российской и мировыми венчурными экосистемами развитых стран, санкциями «недружественных» государств по отношению к РФ, способствующими появлению нового комплекса нерыночных проблем, несовершенством внутрироссийского законодательства в части инноваций и инновационного развития, отсутствием необходимых институциональных элементов российской инновационной системы и др., в значительной степени препятствуют устойчивому развитию венчурной индустрии страны. Исследование сложившихся мировых и внутрироссийский трендов позволяет оценить перспективы развития венчурного рынка и определить ориентиры выхода из состояния кризиса, нацеленные на обеспечение социально-экономической безопасности РФ и импортозамещение в сфере высоких технологий.

Цель исследования – анализ современных трендов развития венчурной «экосистемы» в глобальном и российском масштабах, выявление базовых проблем для объективной оценки стратегических перспектив развития российского высокотехнологического бизнеса.

Для достижения цели работы последовательно решены следующие задачи:

- проанализированы основные проблемы, связанные с последствиями пандемии 2019 г., спровоцировавшие новые рыночные угрозы и возможности для перспективного развития глобальной и российской венчурной «экосистем»;
- определены главные тренды развития российской венчурной «экосистемы», связанные с последствиями проведения специальной военной операции;

- исследованы факторы, влияющие на выбор венчурными фондами стартапов для финансирования;
- представлены параметры успешности и эффективности деятельности венчурных фондов, выявлены фундаментальные проблемы их развития;
- исследованы новые инструменты инвестирования и инновационные схемы привлечения финансов в стартапы, актуальные для современного этапа развития венчурной индустрии.

Методы исследования, использованные в работе: экспертная оценка (анализ интервью ведущих участников венчурной системы РФ и других стран); сравнительный анализ страновых венчурных «экосистем»; релевантная оценка статистических данных, представленных в мировых и российской базах информации; полевые исследования, в том числе опрос мнений стартаперов, инвесторов, работников коммерческих банков, представителей государственных структур, функционирующих на территории РФ, по проблемам финансово-экономического регулирования в стране,

Практическая значимость результатов исследования связана с тем, что они могут быть использованы разработчиками инновационных идей, учредителями венчурных фондов и другими участниками российского венчурного рынка для понимания сложившихся трендов и определения стратегии собственного «поведения» на рынке.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

По мнению ряда аналитических агентств, глобальный венчурный рынок на современном этапе своего развития составляет порядка 30-35 тыс. сделок в год. В цифровом выражении это более 300 млрд долл. В соответствии с отчетом международной аналитической компании Venture Pulse¹ в течение 2023 г. лидером на глобальном венчурном рынке по количеству сделок стали: Северная Америка с долей рынка около 55 %; страны Европейского союза с рыночной долей порядка 22 %; Азиатско-Тихоокеанский регион с рыночной долей около 19 %. Тенденции на рынке глобального венчура характеризуются наращиванием оборотов привлекаемых инвестиций западноевропейскими странами более чем в два раза за последние несколько лет, причем преимущественно за счет внешних, а не внутренних инвесторов.

Глобальная пандемия, начавшаяся в 2019 г., внесла существенные корректировки в работу венчурного рынка. И у фаундеров стартапов, и у инвесторов появились иные паттерны поведения, связанные с адаптацией к новым рыночным реалиям, появлением ранее не имевших место вызовов, угроз и перспектив развития венчурного рынка. Компании поменяли свое представление относительно автоматизации производственных процессов, осуществления деятельности удаленными и распределенными командами. Население также поменяло паттерны поведения, отдавая предпочтение онлайн-покупкам, доставкам на дом и т.п.

Оценивая последствия глобальной пандемии, можно утверждать, что в первую очередь пострадали стартапы в туристической сфере, в сферах пассажирских и грузоперевозок. Такие стартапы были вынуждены снизить оценку собственных компаний на 30–60 % для привлечения венчурных инвесторов. Стартапы в сфере телемедицины, онлайн-торговли, мобильной торговли, разработчики сервисов для работы из дома, разработчи-

¹Global Venture Funding In Q1 2024 Shows Startup Investors Remain Cautious. [Электронный ресурс] // URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2024/04/venture-pulse-q1-2024.pdf> (дата обращения: 01.08.2024 г.).

ки домашних онлайн-развлечений и некоторые другие, напротив, повысили свою привлекательность для венчурных фондов, что отразилось на росте стоимости таких компаний в десятки раз. Однако и здесь появились свои проблемы, связанные со значительным ужесточением конкуренции на рынке.

Последствия пандемии также отразились и на режиме работы венчурных фондов, их доходах. Немногие инвесторы были готовы к капиталовложениям, не имея возможности общения с фаундерами стартапов вживую, лишь исключительно малое количество венчурных фондов (менее 20 %) принимало решение о финансировании по итогам видеоконференций. У учредителей венчурных фондов появилось четкое представление о необходимости создания наличного денежного резерва на период от 20 до 24 месяцев вместо ранее создаваемых запасов денежной наличности, которых хватало на период от 10 до 12 месяцев, так как стартапы, ранее профинансированные венчурным фондом, в условиях кризиса стали непривлекательными на следующих раундах для новых инвесторов и «требовали» финансовой поддержки.

Многие стартапы, которые в этот период вели переговоры с венчурными фондами, стали непривлекательными для последних либо снизили свою оценочную стоимость, чтобы не потерять возможность для развития последующих раундов. Последствием этого является крайне существенное размывание долей фаундеров и инвесторов ранних стадий финансирования стартапов в настоящее время, что снижает их привлекательность для венчурных фондов и вынуждает опять идти на уменьшение рыночной стоимости более поздних раундов (C-D). Положительная сторона для венчурных фондов в сложившейся ситуации заключается в возможности участия в раундах топовых стартапов, которые были вынуждены снизить свою оценочную стоимость в разы.

Изменения коснулись и приоритетных для инвесторов отраслей финансирования, в частности, зафиксирован рост инвестиций в smart-технологии, дистанционное образование, телемедицину и др., которые могут предоставить возможности для удаленной работы.

Одна из наиболее актуальных проблем для стартапов в процессе привлечения венчуров – это недостаток капитала для финансирования «ранних» раундов, так как они характеризуются максимальными рисками невозврата инвестиций. Тенденции последних лет на мировом венчурном рынке отражают устойчивый рост вложений в крупные, более надежные технологические проекты, которые, как правило, соответствуют более поздним раундам развития стартапов (рис. 1).

Крупные венчурные фонды, занимающие лидирующие позиции на глобальном венчурном рынке, начали проявлять осторожность и экономить на финансировании компаний, отдельные фонды полностью перестали осуществлять инвестирование локальных проектов. Об этом свидетельствуют объемы накопленных резервов неинвестированной наличности венчурных фондов большинства развитых стран мира. Так, венчурными фондами США к началу 2024 г. было накоплено выше 300 млрд долл. США², что связано со стремлением компаний к инвестированию крупных (менее рискованных) проектов либо поддержкой портфельных проектов. Также наблюдалось снижение среднего чека инвестирования высокотехнологичных проектов с 3,05 до 0,47 млн долл. США.

²Не до конкуренции: почему венчурные фонды будут чаще инвестировать вместе с ангелами. [Электронный ресурс] // URL: <https://www.forbes.ru/svoi-biznes/508464-ne-do-konkurencii-pocemu-venchurnye-fondy-budut-case-investirovat-vmeste-s-angelami> (дата обращения: 10.07.2024 г.).

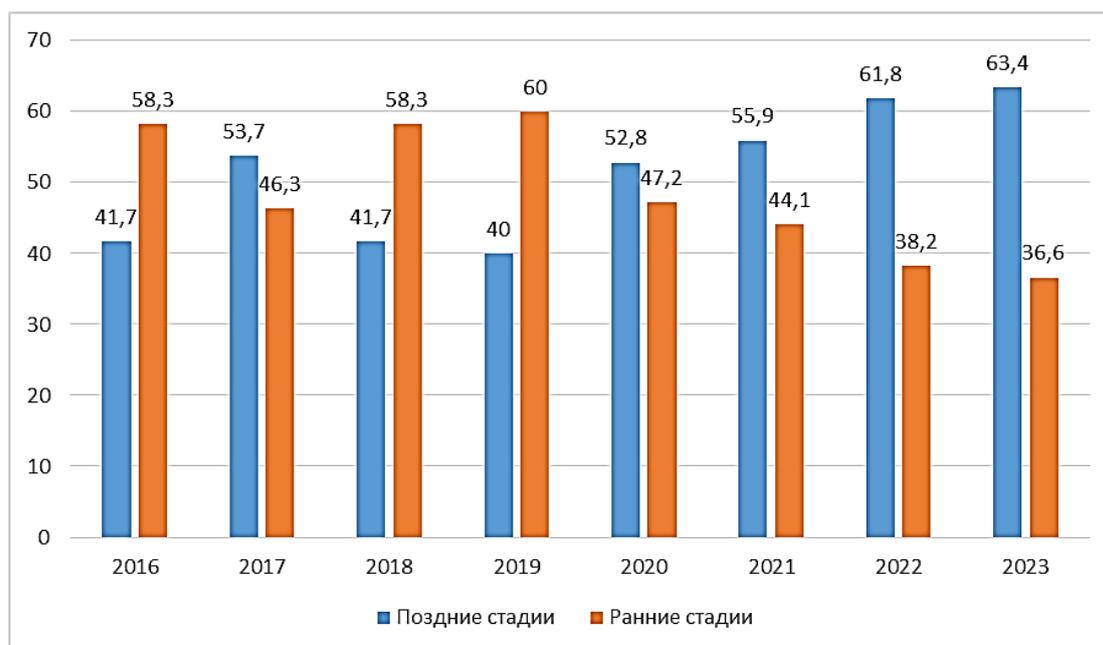


Рис. 1. Статистика финансирования раундов высокотехнологичных проектов в масштабах глобального венчурного рынка в 2016-2023 гг., %³

Fig. 1. Statistics of financing rounds of high-tech projects on the scale of the global venture market in 2016-2023, %

Еще одна тенденция венчурного рынка – это появившаяся доступность крупных венчурных фондов для вкладчиков с «малыми» финансовыми ресурсами, которые осуществляют вложения в стартапы через посредников – синдикаты. Последние вкладываются в стартапы совместно с малыми фондами, которые в свою очередь решают собственную актуальную проблему, связанную с недоступностью капитала. Данная схема, обретая популярность, позволяет стартапам решить насущную проблему, связанную с привлечением инвестиций на ранних раундах финансирования.

Наблюдается рост активности взаимодействия венчурных фондов с бизнес-ангелами в процессе финансирования стартапов, то есть появление партнерских отношений с сообществами инвесторов, бизнес-ангелами. Если ранее существовавшая модель финансирования стартапов, получившая начало в 80-90-е гг. 20-го столетия в развитых странах Европы и США, характеризовалась закрытостью привлечения инвестиций от крупных рыночных фондов и линейно-централизованной системой принятия управленческих решений топ-менеджерами крупных венчурных компаний совместно с фаундерами стартапов, то современные реалии таковы, что процесс инвестирования в технологические инновации стал более доступным для частных инвесторов – бизнес-ангелов.

Начиная с 2010 г. в США начали создаваться сообщества бизнес-ангелов, которые путем совместных «усилий» – объединения инвестиций, стали формировать небольшие фонды в целях финансирования стартапов на ранних раундах. В самом начале такие сообщества имели не более 100 участников, но постепенно они трансформировались в онлайн-платформы с целью объединения капитала и создания фондов финансирования технологических новшеств, что стимулировало появление определенной конкуренции между

³Global Venture Funding Through The Pandemic, Late-Stage Stays Strong ough-the-pandemic-late-stage. [Электронный ресурс] // URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2024/04/venture-pulse-q1-2024.pdf> (дата обращения: 12.08.2024 г.).

инвесторами венчурного рынка и предоставило дополнительные возможности привлечения средств для фаундеров стартапов. Это также открыло возможности для объединения капитала крупных венчурных фондов и частных инвесторов в процессе софинансирования инновационных проектов по схеме 50/50. Сообщества бизнес-ангелов стали таким образом генераторами доходов для многих крупных венчурных фондов на современном этапе их развития, более того последние выступают уже инициаторами создания клубов, предлагая бизнес-ангелам синдикатные проекты с фаундерами технологических новаций, проекты которых инвестируются и самим венчурным фондом.

Создание клубов бизнес-ангелов имеет преимущество еще и в том, что по отдельности такие инвесторы могут не обладать необходимым опытом и экспертизой в процессе выбора компании для финансирования, что повышает рискованность результатов сделки. Обеспечить комплексную оценку рисков сделки им не под силу, и данную задачу может решить привлечение в инвестиционный проект венчурного фонда, который обладает гораздо большими ресурсами и экспертизой в данном вопросе, что предоставит в дальнейшем возможность для «стабилизации» риск-портфеля всего синдиката.

В самом синдикате также нередки случаи конфликта интересов между его участниками, когда один из бизнес-ангелов осуществляет вложение в сделку небольшой суммы и выказывает стремление ее «отбить» с помощью комиссии, аккумулируемой за счет средств других бизнес-ангелов, участвующих в соинвестировании, следовательно, изначально такой участник синдиката несет наименьшие риски путем использования финансового капитала других инвесторов проекта. Для «стабилизации» риск-портфеля синдиката в таких случаях также выгодно сотрудничать с венчурными фондами, которые, как правило, инвестируя намного больше собственного финансового капитала, нежели возможности заработка на комиссии, практически полностью берут риски, связанные со сделкой, на себя (рис. 2).



Рис. 2. «Демократичная» модель управления финансированием высокотехнологичных проектов (составлено автором)

Fig. 2. Democratic model of managing the financing of high-tech projects (compiled by the author)

Анализируя инновационные проекты, продвигаемые за счет коллаборации венчурных фондов, сообществ бизнес-ангелов и фаундеров технологических новаций, можно сделать заключение о явном преимуществе финансирования ранних раундов продвижения стартапов, где «конкуренция» за проект менее жесткая среди потенциальных инвесторов, так как эти стадии характеризуются наличием максимальных рисков. Однако в перспективе, возможно, что клубы бизнес-ангелов могут стать инвесторами и более поздних раундов финансирования стартапов, открывая последним дополнительные

возможности для выбора венчуров, тем самым предоставляя потенциал для более высокой оценки стоимости бизнеса.

Для венчурных фондов такого рода коллаборации также имеют ряд выгод:

- позволяют снижать риски инвестирования ранних раундов технологических новаций путем софинансирования;
- служат PR-инструментом для привлечения потенциальных партнеров;
- служат возможностью для компенсации собственных затрат за счет комиссии, уплачиваемой бизнес-ангелами, взамен на предоставляемую ими возможность софинансирования сделки либо за успешность конечного результата.

Коллаборация венчурных фондов, сообществ бизнес-ангелов и фаундеров технологических новаций привлекательна для всех участников данной схемы еще и тем, что в них нет государственных инвестиций (грантов, финансов государственных фондов и т.д.), наличие которых в перспективе может «помешать» стартапам выйти на иностранный рынок и сопряжено с необходимостью предоставления длительной отчетности о результатах работы.

Венчурная система РФ, несмотря на преодоление первоначального этапа своего становления и реализацию целого комплекса правительственных инициатив, благоприятствующих развитию венчурного инвестирования⁴, находится в состоянии системного кризиса ввиду множества внутренних и внешних проблем.

Начиная с 2022 г. наблюдается резкое снижение объемов венчурного финансирования, нежели в других развитых мировых странах и постепенный откат в состояние глубокого кризиса. «Без надлежащего финансового обеспечения венчурная деятельность замирает и развиваться априори не может» [7]. Проблемы неразвитости российского фондового рынка и недостаточной степени капитализации банковского сектора, приводящие к дефициту финансовых ресурсов для инвестирования внутри страны, в предыдущие годы решались в РФ в том числе путем привлечения капитала иностранных венчурных фондов и частных лиц [8, с. 950]. Сегодня значительная доля иностранного капитала стала недоступной для российских высокотехнологичных проектов, что является следствием дефицита их финансирования (рис. 3).

Эффективность развития венчурной индустрии обусловлена в равной степени политическим, общеэкономическим и институциональным влиянием. В связи с этим в период «напряженной» геополитической обстановки вокруг РФ политический аспект выдвигается на первый план, препятствуя благоприятному течению событий в процессе взаимодействия с зарубежными партнерами даже при условии совершенствования внутристрановых законодательных и институциональных основ функционирования венчурного рынка и наличия стимулирующих финансово-экономических аспектов.

В 2023 г. в сравнении с 2022 г. объемы инвестирования высокотехнологичных проектов венчурными фондами сократились на 80 %, в цифрах: с 420 млн долл. США до 84 млн долл. США. Для сравнения: в 2021 г. объемы инвестирования венчурных фондов в РФ составляли 2 млрд долл. США (рис. 4)⁵.

⁴Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 08.08.2024 г.) «Об инвестиционных фондах» // Собрание законодательства Российской Федерации от 3 декабря 2001 г. № 49 ст. 4562.

⁵Исследование Dsight «Венчурная Евразия 2023». [Электронный ресурс] // URL: <https://dsight.ru/venchuru23> (дата обращения: 22.09.2024 г.).



Рис. 3. Современные возможности финансирования высокотехнологичных проектов в РФ⁶
Fig. 3. Modern possibilities of financing high-tech projects in the Russian Federation

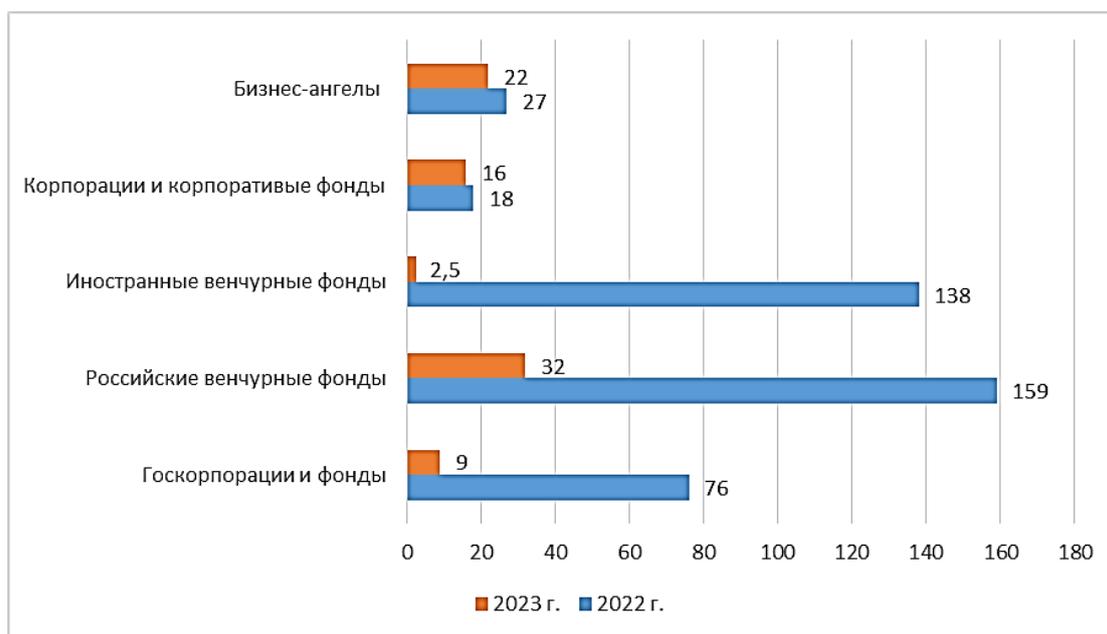


Рис. 4. Венчурное финансирование в РФ в 2022–2023 гг., млн. долл. США⁷
Fig. 4. Venture financing in the Russian Federation in 2022–2023, USD million

⁶Финансирование инновационных компаний – венчурные фонды и бизнес-ангелы [Электронный ресурс] // URL: <https://cdn.slideserve.com/cecil/4725166> (дата обращения: 04.09.2024 г.).

⁷Венчурная Россия. Результаты 2023 года [Электронный ресурс] // URL: <https://dsight.ru/company/studies-publications/VR2021.pdf> (Дата обращения: 01.02.2024).

Наблюдается и позитивная тенденция роста числа сделок стартапов с инвесторами со 147 в 2022 г. до 176 в 2023 г., что свидетельствует о постепенном выходе венчурной экосистемы страны из состояния кризиса, связанном с появлением к началу 2023 г. возможности экспертного прогнозирования динамики исследуемого рынка на среднесрочную перспективу (рис. 5).

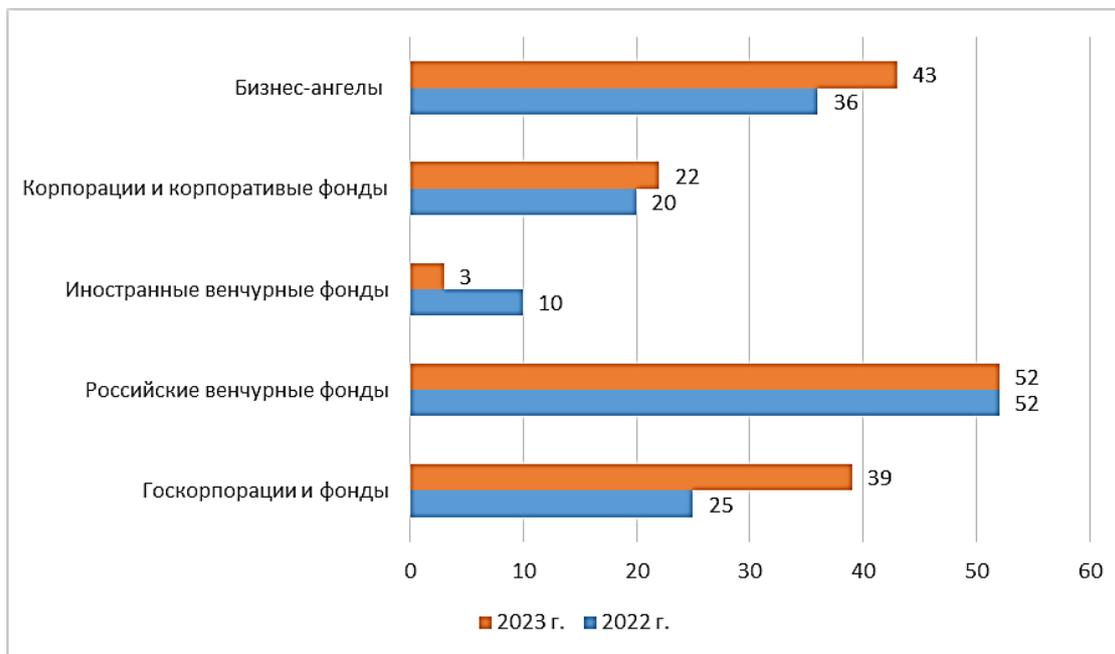


Рис. 5. Общее число совместных сделок стартапов с инвесторами в РФ в 2022–2023 гг.⁸

Fig. 5. Total number of joint deals between startups and investors in the Russian Federation in 2022–2023

Как видим из рис. 5, наиболее активными участниками сделок со стартапами в РФ стали частные венчурные фонды и бизнес-ангелы, доля последних в общем объеме финансирования составила около 20%. Государственные фонды также наращивают обороты участия в финансировании стартапов, о чем свидетельствует увеличение числа сделок с 25 в 2022 г. до 39 в 2023 г. Каждый четвертый стартап в нашей стране финансируется за счет государственных инвестиций, однако сумма, выделяемая государством на продвижение высокотехнологичных проектов, минимальна в сравнении с капиталом других инвесторов венчурного рынка, объемы финансирования которых выше в разы. Санкции «недружественных» стран отразились на числе сделок с иностранными фондами, их количество сократилось в 2023 г. в сравнении с 2022 г. на 70%⁹.

Относительно стадий жизненного цикла стартапов в РФ наблюдаются следующие тенденции:¹⁰

⁸см. там же

⁹Инвестиции в стартапы и развитие венчура в условиях новой реальности: что делать? [Электронный ресурс] // URL: <https://www.skolkovo.ru/expert-opinions/investicii-v-startapy-i-razvitie-venchura-v-usloviyah-novoj-realnosti-chto-delat/> (Дата обращения: 13.06.2024).

¹⁰Венчурная Россия. Результаты 2023 года [Электронный ресурс] // URL: <https://dsight.ru/company/studies-publications/VR2021.pdf> (Дата обращения: 01.02.2024). Венчурная Россия. Результаты 2022 года. [Электронный ресурс] // URL: <https://dsight.ru/company/studies-publications/VR2023.pdf> (Дата обращения: 15.01.2024).

➤ менее жизнеспособными после введения санкций против РФ оказались проекты в поздней стадии развития. Общая сумма сделок по таким проектам в 2023 г. составила 13 млн долл. США. Некоторая часть стартапов в поздней стадии сменила локацию бизнеса, другая часть закрыла компании. Возникшие финансовые проблемы не позволили компаниям аккумулировать средства инвесторов в очередной инвестиционный раунд, что привело к необходимости прекращения их работы;

➤ доля сделок с высокотехнологичными проектами на ранней стадии также сократилась на 13 % в сравнении с предыдущим годом. Общая сумма сделок по таким проектам в 2023 г. составила 32 млн долл. США;

➤ более жизнеспособными оказались высокотехнологичные проекты посевных стадий, доля которых в 2023 г. возросла на 8 % в сравнении с прошлым годом и суммарно составила 39 млн долл. США.

В целях «спасения» собственного бизнеса российскими фаундерами стартапов в более зрелых стадиях развития были предприняты попытки привлечения иностранных фондов, для чего они презентовали свои проекты в странах Латинской Америки и Юго-Восточной Азии. Однако культурная, управленческая и законодательная «несовместимость» бизнеса, напряженная геополитическая обстановка, сложившаяся в стране, не позволили им реализовать намеченные цели.

Тренд к импортозамещению в РФ проявился и в выборе венчурными фондами проектов для финансирования. Наиболее привлекательными для инвесторов стали высокие технологии в сфере медицины и здравоохранения, а также стартапы разработчиков программного обеспечения для b2b-сектора.

Главные факторы непривлекательности российских стартапов для внутренних и внешних венчуров в современных реалиях таковы:

➤ политические факторы – санкции со стороны «недружественных» по отношению к России государств, геополитическая «изоляция» [5, с. 25], страх инвесторов из стран-партнеров России перед последующими санкциями;

➤ законодательные барьеры и противоречия, связанные с отсутствием эффективной системы защиты прав интеллектуальной собственности на территории РФ, определением и распределением рисков высокотехнологичных проектов;

➤ неготовность стартапов к выходу на рынок, очень малая доля стартапов находится на стадии малого промышленного производства, как правило, деньги у основателей заканчиваются на стадии НИОКР, следствием чего являются высокие риски дальнейших вложений;

➤ неспособность российских технологических стартапов конкурировать с аналогами других развитых государств, характеризующихся сверхдоходностью, выходом на биржевой рынок;

➤ существенная размытость доли бизнеса на ранних и более поздних этапах развития стартапов;

➤ нежелание фаундеров создавать команды для продвижения стартапов вследствие неуверенности в защите прав интеллектуальной собственности, приводящее к снижению экспертизы в вопросах развития каждого последующего раунда;

➤ участие государственных финансов (в форме государственной поддержки) на начальных раундах развития стартапов, впоследствии приводящее к необходимости предоставления целого комплекса отчетов о результатах деятельности, отнимающих время, силы и энергию у фаундеров и венчурных фондов, которые присоединились к участию в стартапе на более поздних раундах.

Современные реалии таковы, что даже для российских венчурных фондов российские стартапы менее привлекательны, нежели зарубежные, что смещает фокус венчура

на трансграничное инвестирование, несмотря на комплекс «барьеров», возникающих в процессе такой сделки.

Для крупных российских корпораций с государственным участием стартапы мало интересны, так как они и так монополизировали рынок и имеют сверхдоходы, следовательно, к трансформации собственного бизнеса за счет внедрения инновационных технологий они активно не стремятся. Другие крупные российские инвесторы считают по ряду причин более привлекательными иностранные стартапы и реинвестируют в иностранные высокотехнологичные проекты. Перечисленные факторы отражаются крайне негативно на уровне спроса на результаты инновационной деятельности внутри РФ. Дефицит финансирования и отсутствие спроса на готовые инновационные товары и услуги со стороны частных инвесторов внутри страны снижают стимулы фаундеров для развития в пределах РФ, провоцируя их на изменение локации собственного бизнеса, однако и это так же трудно реализуемая задача в «санкционный» период.

Российские стартапы сегодня находятся в крайне сложном положении: с одной стороны, они не имеют возможностей для эффективного развития внутри страны, с другой стороны, даже при наличии успешной идеи они сталкиваются с рядом бюрократических и политических барьеров, мешающих им релоцировать бизнес на территорию другого государства¹¹.

Венчурный капитал – это такой вид капитала, который инвестируется в условиях крайне высокой степени неопределенности. Неустойчивость венчурной экосистемы присуща любой мировой стране в той или иной степени. Даже Кремневой долине с, казалось бы, самой развитой венчурной системой присущи определенные риски, связанные, например, с финансированием исключительно «оригинальных» стартапов, с крайне высокой конкурентоспособностью, тогда как остальные стартапы, которые могли бы стать привлекательными для венчурных фондов других стран, могут остаться без внимания и окажутся в числе неуспешных.

Российские стартапы вынуждены работать в условиях крайне высоких рисков привлекательности проектов для внутренних и зарубежных венчуров. В этой связи целесообразно в целях нивелирования негативного влияния рисков на движение стартапов и их компенсации акцентировать внимание на повышении доходности стартапов. По мнению ряда аналитиков рынка, до момента снижения политической напряженности вокруг РФ в сложившихся турбулентных российских реалиях потенциалом для коммерциализации высокотехнологичных проектов и вывода их на рынок будут обладать исключительно масштабные корпорации, которые вытеснят с рынка небольшие стартапы. Это создает неблагоприятные с точки зрения стратегии инновационного развития РФ тренды, связанные со сменой локации, оттоком инвестиционно привлекательных стартапов и талантливой молодежи из РФ в страны ЕС, США, Турцию, ОАЭ и др., где у них есть возможности для привлечения дефицитных на территории страны финансовых ресурсов в последующие раунды, однако это сопровождается зачастую потерей (размыванием) фаундерами долей в стартапе либо занижением их реальной стоимости.

Исследование позволило сделать заключение о полной неготовности венчурной индустрии РФ к сложившимся неблагоприятным социо-экономико-политическим трансформациям, что усугубило и ранее характерные для данной сферы институционально-функциональные проблемы (рис. 6).

¹¹Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов (Проект от 27.10.2023). Банк России, 2023 [Электронный ресурс] // URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/155957/onrfr_2024-26.pdf. (дата обращения: 01.09.2024 г.).

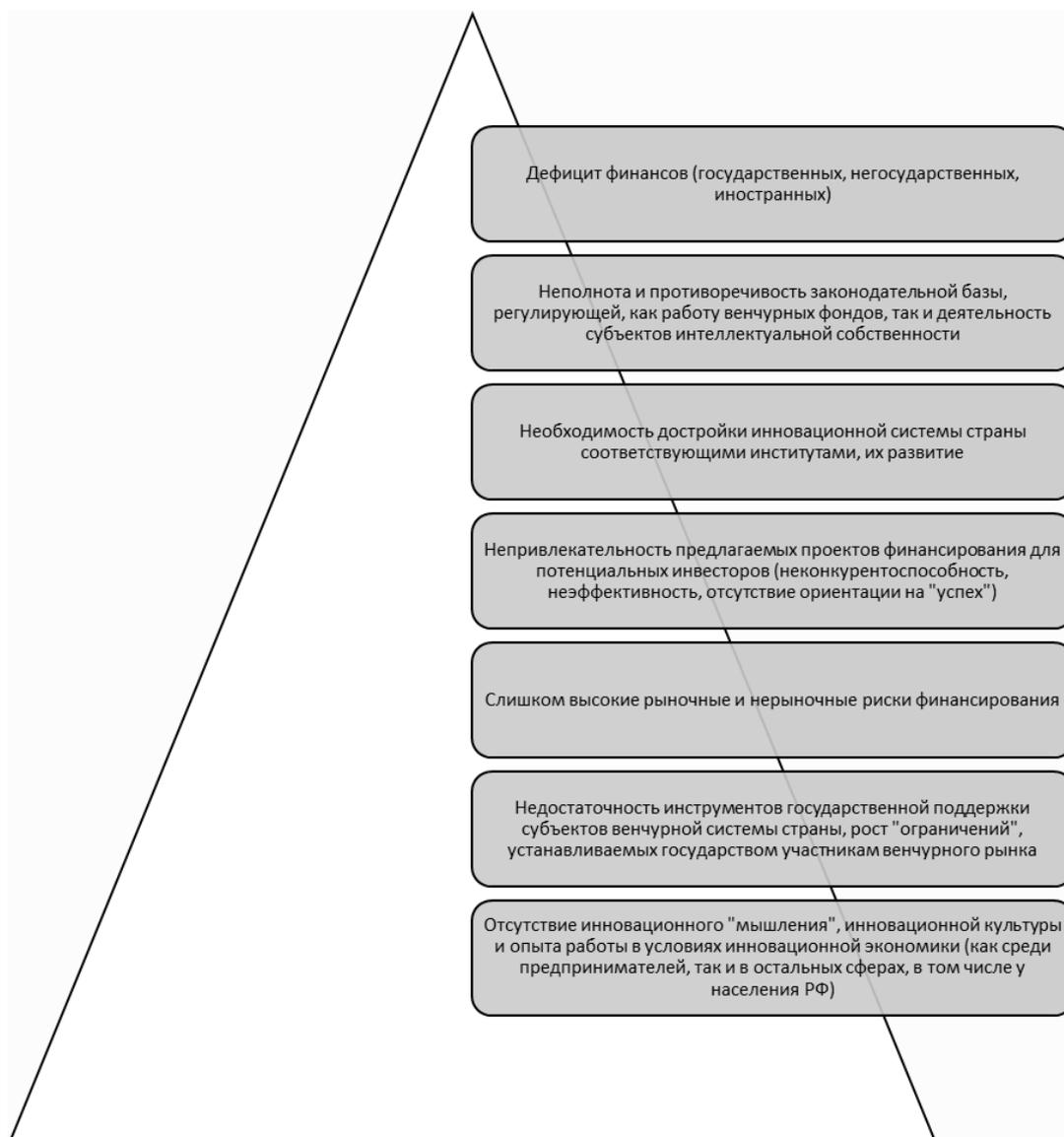


Рис. 6. Фундаментальные проблемы развития венчурной системы РФ на современном этапе (составлено автором)

Fig. 6. Fundamental problems of current development of the venture system in the Russian Federation (compiled by the author)

Выйти из «застоя» возможно только путем фундаментальных системных преобразований, и понимание этого должно быть в первую очередь у представителей законодательной и исполнительной власти, принимающих решения в финансово-экономической сфере страны¹². В противном случае будущего у венчурного рынка в нашей стране вообще может и не быть.

Аналитики венчурного рынка определили факторы, которые влияют на мнение инвесторов при выборе проекта для осуществления капиталовложений на современном этапе развития венчурного рынка (рис. 7).

¹²Указ Президента Российской Федерации от 28 февраля 2024 г. № 145 "О Стратегии научно-технологического развития Российской Федерации" Собрание законодательства Российской Федерации, 4 марта 2024 г. № 10 ст. 1373.

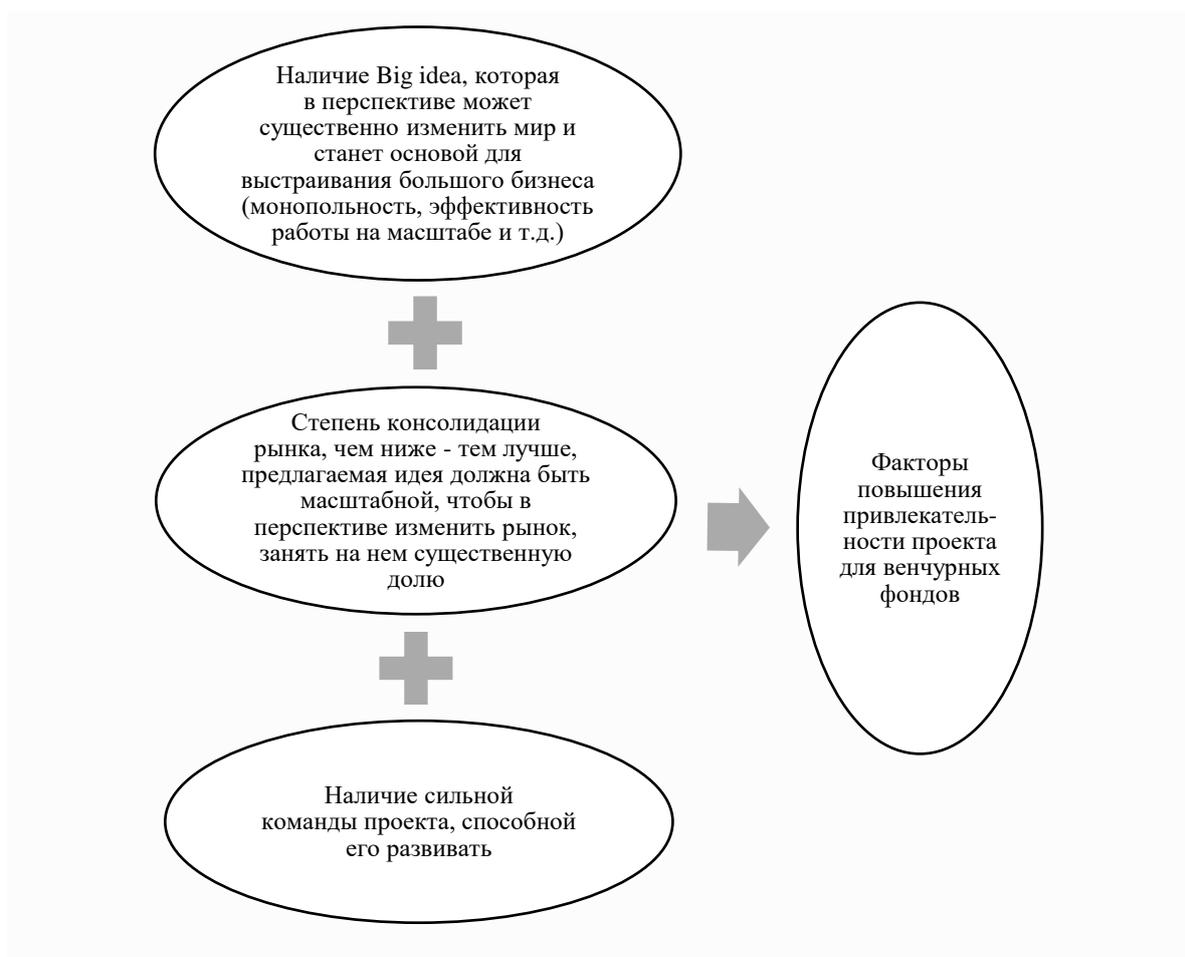


Рис. 7. Стратегические характеристики компаний, привлекательные для потенциальных инвесторов¹³

Fig. 7. Strategic characteristics of companies that are attractive to potential investors

Венчурные фонды в период мировых трансформационных процессов вынуждены сменить тактику отбора высокотехнологичных проектов, повысив требования к последним. Если ранее достаточными условиями привлекательности стартапов были «устойчивый» рост и потенциал проекта, то сейчас акцент венчурными фондами делается на уровне самокупаемости проекта, его перспективах относительно «прибыльности» раундов, фундаментальной силы презентуемого бизнеса. Венчурные фонды стремятся к финансированию стартапов с прогнозируемым сроком выхода из точки безубыточности, следовательно, приоритеты инвесторов сменились в сторону выбора «растущих» компаний, а не просто компаний с высокими темпами роста инвестиционных раундов.

Трансформации на венчурном рынке коснулись также и используемых венчурными фондами инвестиционных инструментов. Наблюдается рост популярности так называемых SAFE – договоров, которые на сегодняшний день получили активное развитие в странах Европы и США. Первоначально они были разработаны и внедрены в мировой практике для решения проблемы привлечения венчурных инвестиций на ранних раундах

¹³Инвестора интересует Big idea [Электронный ресурс] // URL: <https://www.forbes.ru/billionaire-school/400989-kak-privlech-horoshego-investora-v-startap-pyat-sekretov-skyeng> (дата обращения: 22.06.2024).

развития стартапов в 2013 г.¹⁴ Такой договор, по сути, представляет собой возможность владения инвестором доли бизнеса по его стоимости в будущем.

В нашей стране был принят Федеральный закон от 02.07.2021 № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»¹⁵, в котором предлагался механизм конвертируемого займа для венчурных фондов (других инвесторов) и реципиентов (стартапов и других получателей венчуров) – правовая модель заключения сделки, направленная на сбалансирование интересов каждой стороны путем предоставления капитала получателям инвестиций на первоначальном этапе развития проекта взамен на конвертирование «долга» в долю венчурного фонда (иной компании-кредитора) в будущем при наступлении заранее обговоренных условий. Стоимость будущей доли кредитора обговаривается заранее в случае «взлета» стартапа, в противном случае долг может быть возвращен кредитору реципиентом в денежном выражении.

Договоры SAFE (Simple Agreement for Future Equity) обладают рядом преимуществ как для стартапов, так и для инвесторов (рис. 8).

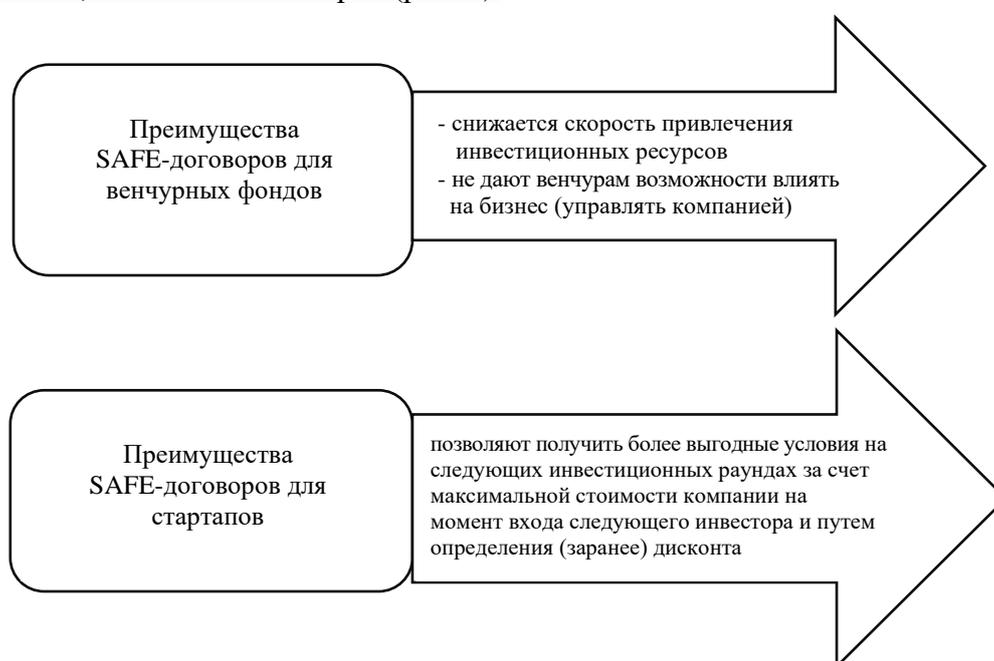


Рис. 8. Преимущества SAFE-договоров для стартапов и венчурных фондов (составлено автором)

Fig. 8. Advantages of SAFE agreements for startups and venture funds (compiled by the author)

Однако несмотря на явные преимущества SAFE-договоров для стартапов перед другими формами привлечения инвестиционных ресурсов, они обладают и рядом недостатков. Один из них – существенное размывание долей учредителей на более поздних этапах развития стартапа, когда в их владении остается менее 50 % бизнеса – в момент выхода стартапа на рынок и масштабирования продукции. Данная проблема негативна не только с

¹⁴Спасение или яд: как стартапу привлечь быстрые деньги и почему они могут навредить бизнесу [Электронный ресурс] // URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/404613-spasenie-ili-yad-kak-startapu-privlech-bystrye-dengi-i-pochemu-oni-mogut> (дата обращения: 27.06.2024).

¹⁵Федеральный закон от 02.07.2021 № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Российская газета от 8.06.2021 г. N 150-151.

точки зрения основателей стартапов, но также и для венчурного фонда, который был привлечен в него на определенном раунде финансирования, так как размывание доли учредителей может впоследствии привести к снижению их мотивации, направленной на развитие стартапа в перспективе, и к стремлению продажи собственного бизнес-продукта. Присутствие большого числа инвесторов в SAFE-договорах – это знак для венчурных фондов о сомнительных перспективах стартапа в будущем, что снижает их привлекательность для капиталистов на каждом последующем раунде продвижения. В первую очередь это касается ранних инвесторов, которые в надежде на получение прибыли в будущем могут столкнуться, вступив в SAFE-сделку, с такими ситуациями, когда отсутствуют рычаги воздействия на учредителей компании; размываются доли фаундеров на более поздних раундах продвижения стартапа вновь присоединившимися венчурными фондами, действующими в собственных интересах.

Перечисленные риски, связанные с заключением SAFE-договоров, возможно снизить за счет предусмотрения на отдаленную перспективу конкретных условий, направленных на получение прибыли учредителями стартапа и венчурными фондами, участвующими в сделке. Условиями «стабильности» SAFE-договоров для стартапов и венчурных фондов могут быть:

- предложение одинаковых условий для всех инвесторов (ранних и более поздних) SAFE-сделки во избежание проблем в перспективе в процессе выделения рыночных долей фаундеров;

- установление фаундерами стартапа одного SAFE на ранних стадиях с более завышенной стоимостью, несмотря на увеличение длительности поиска и последующее снижение количества потенциальных инвесторов, для которых данный стартап окажется привлекательным. На более поздних этапах инвестирования это возможность соблюдения условий сделки для вновь привлеченных венчурных фондов;

- в процессе поиска участников SAFE-сделки стартапам целесообразно привлекать такие венчурные фонды, которые не имеют опыта и репутации «захватчиков» и управляющих долями фаундеров, т. е. характеризуются минимальным влиянием на развитие бизнеса в перспективе.

Исследование венчурной экосистемы наталкивает на вопрос о том, кто больше выгоды имеет от венчуров: государство-инвестор или государство, принимающее инвестиции. С одной стороны, можно с уверенностью сказать, что «победителем» венчурной сделки является государство-«инвестор», так как оно получает налоговые отчисления от доходов венчурных компаний, являющихся резидентами данного государства, и на его территории осуществляется расходование средств от итогов сделки. Но, с другой стороны, трансграничный капитал – это очень хорошая возможность для стартапов (в том числе российских) выйти на новый этап развития, наличие зарубежных инвесторов делает стартап более привлекательным для деловых партнеров. Таким образом, ответить на заданный вопрос можно однозначно: венчуры обогащают обе стороны – и государство-«инвестор», на территории которого зарегистрирован венчурный фонд, и государство, принимающее инвестиции, о чем свидетельствует статистика глобального венчурного рынка, «перекрестное» движение инвестиций. Бонусом для обеих сторон, кроме будущих доходов, являются также наработанный опыт и экспертиза.

ВЫВОДЫ

По результатам проведенного исследования определено, что российские стартапы сегодня находятся в крайне сложном положении: с одной стороны, они не имеют возможностей для эффективного развития внутри страны, с другой стороны, даже при наличии успешной идеи они сталкиваются с рядом бюрократических и политических барьеров, мешающих им релоцировать бизнес на территорию другого государства. Это создает не-

благоприятные с точки зрения стратегии инновационного развития РФ тренды, связанные со сменой локации, оттоком инвестиционно привлекательных стартапов и талантливой молодежи из РФ в страны ЕС, США, Турцию, ОАЭ и др., где у них есть возможности для привлечения дефицитных на территории страны финансовых ресурсов в последующие раунды, однако это сопровождается зачастую потерей (размыванием) фаундерами долей в стартапе либо занижением их реальной стоимости.

Обострение геополитической обстановки вокруг страны привело к смещению акцентов: экономические приоритеты ушли на второй план, выдвинув на первое место политические проблемы, решение которых рассматривается федеральным правительством в качестве наиболее актуальной повестки, что в конечном итоге становится следствием снижения эффективности используемых финансово-экономических механизмов и стимулов для развития венчурной индустрии. Интересы российского рынка капитала и инновационной сферы должны быть выдвинуты на первый план для обеспечения финансовой безопасности страны в среднесрочной перспективе, а не наоборот.

Возможность обеспечения технологического суверенитета РФ видится только в осуществлении радикальных фундаментальных преобразований как в институциональной системе страны, так и в остальных сферах, непосредственно влияющих на венчурную индустрию. Если в нашей стране не будут предприняты государством соответствующие меры на «опережение» развития венчурной сферы, внедрение инновационных инструментов в сфере инвестирования и создание более выгодных условий, нежели в передовых странах с развитой венчурной экосистемой, для стартапов, фаундеров, частных иностранных и российских венчурных фондов, других субъектов венчурного рынка, преодолеть негативные последствия кризиса не представляется практически реализуемой задачей.

По итогам исследования венчурного рынка можно сделать заключение, что успешность работы венчурных фондов в современной рыночной «экосистеме» зависит от нескольких факторов:

- уровня и проблем развития экосистемы, в которой они функционируют;
- способности фондов не только к поддержанию трендов, но также к их инициированию;
- наличия необходимого опыта и экспертности для понимания рынка, выбора инвестиционных инструментов и т.п., что позволит оценивать не столько сиюминутную выгоду стартапов, но и будущие последствия осуществляемых вложений;
- наличия кэша для поддержания при необходимости более поздних раундов уже профинансированных стартапов;
- способности к быстрой адаптации стремительно трансформирующего рынка, извлечению важных «сигналов» из информационного «шума».

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Глазьев С. С. Проблемы и перспективы развития институтов венчурного капитала в России // Российский экономический журнал. 2021. № 3. С. 81–103. DOI: 10.33983/0130-9757-2021-3-81-103

2. Грачева Н. А., Полищук О. А., Пылайкина А. В. Вопросы развития стартапов: оценка проблем роста и финансирования // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. 2023. Т. 13. № 6. С. 114–124. DOI: 10.21869/2223-1552-2023-13-6-111-124

3. Зябликов Д. В., Тугаринова А. А. Проблемы развития в современных условиях венчурного предпринимательства // Вектор экономики. 2020. № 6(48). С. 56. EDN: JNMWKR

4. Павлова И. Г. Исследование финансовых институтов инновационной инфраструктуры // Экономика. Информатика. 2021. Т. 48. № 4. С. 679–687. DOI: 10.52575/2687-0932-2021-48-4-679-687
5. Холодиева А. Н., Смирнова Е. А. Состояние и развитие венчурного рынка в России // Наука через призму времени. 2023. № 2(71). С. 24–26. EDN: JTANUM
6. Цителадзе Д. Д., Яшин С. Н. Анализ тренда и потенциала развития современного венчурного капитала в России // Инновации. 2020. № 8(262). С. 31–40. DOI: 10.26310/2071-3010.2020.262.8.004
7. Шкодинский С. В., Степанов Д. А. Российский венчурный рынок сегодня: проблемы трансформации // Вестник евразийской науки. 2023. Т. 15. № 6. ID: 67.
8. Vogel P. From venture idea to venture opportunity // Entrepreneurship Theory and Practice. 2017. Т. 41. № 6. С. 943–971. DOI: 10.1111/etap.12234

REFERENCES

1. Glazyev S.S. Problems and Prospects for the Development of Venture Capital Institutions in Russia. *Rossiyskiy ekonomicheskiy zhurnal* [Russian Economic Journal]. 2021. No. 3. Pp. 81–103. DOI: 10.33983/0130-9757-2021-3-81-103. (In Russian)
2. Gracheva N.A., Polischuk O.A., Pylaikina A.V. Startup Development Issues: Assessing Growth and Financing Problems. *Izvestiya Yugo-Zapadnogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Ekonomika. Sotsiologiya. Menedzhment* [Bulletin of the South-West State University. Series: Economics. Sociology. Management]. 2023. Vol. 13. No. 6. Pp. 114–124. DOI: 10.21869/2223-1552-2023-13-6-111-124. (In Russian)
3. Zyablikov D.V., Tugarinova A.A. Problems of development in modern conditions of venture entrepreneurship. *Vektor ekonomiki* [Vector of Economy]. 2020. No. 6 (48). P. 56. EDN: JNMWKR. (In Russian)
4. Pavlova I.G. Study of financial institutions of innovation infrastructure. *Ekonomika. Informatika* [Economy. Informatics]. 2021. Vol. 48. No. 4. Pp. 679–687. DOI: 10.52575/2687-0932-2021-48-4-679-687. (In Russian)
5. Kholodieva A.N., Smirnova E.A. State and development of the venture market in Russia. *Nauka cherez prizmu vremeni* [Science through the prism of time]. 2023. No. 2(71). Pp. 24–26. EDN: JTANUM. (In Russian)
6. Tsiteladze D.D., Yashin S.N. Analysis of the trend and development potential of modern venture capital in Russia. *Innovatsii* [Innovations]. 2020. No. 8(262). Pp. 31–40. DOI: 10.26310/2071-3010.2020.262.8.004. (In Russian)
7. Shkodinsky S.V., Stepanov D.A. Russian venture market today: problems of transformation. *Vestnik yevraziyskoy nauki* [Bulletin of Eurasian Science]. 2023. Vol. 15. No. 6. ID: 67. (In Russian)
8. Vogel P. From venture idea to venture opportunity. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2017. Vol. 41. No. 6. Pp. 943–971. DOI: 10.1111/etap.12234

Вклад авторов: все авторы сделали эквивалентный вклад в подготовку публикации. Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Contribution of the authors: the authors contributed equally to this article. The authors declare no conflicts of interests.

Финансирование. Исследование проведено без спонсорской поддержки.

Funding. The study was performed without external funding.

Информация об авторах

Жаноква Марина Викторовна, канд. экон. наук, вед. науч. сотр., Институт информатики и проблем регионального управления – филиал Кабардино-Балкарского научного центра РАН;

360000, Россия, г. Нальчик, ул. И. Арманд, 37-а;

s.marisabel@mail.ru, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8043-0531>, SPIN-код: 1771-1674

Махошева Салима Александровна, д-р экон. наук, профессор, зав. отделом «Экономика знаний и опережающее региональное развитие», Институт информатики и проблем регионального управления – филиал Кабардино-Балкарского научного центра РАН;

360000, Россия, г. Нальчик, ул. И. Арманд, 37-а;

salima@list.ru, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4249-9906>, SPIN-код: 8414-5036

Жанокв Эльдар Мухамедович, аспирант очного вида обучения Кабардино-Балкарского аграрного университета им. В. М. Кокова;

360030, Россия, Нальчик, пр-т Ленина, 1в;

eldar.zhanokov@mail.ru

Information about the authors

Marina V. Zhanokova, Candidate of Economic Sciences, Leading Researcher, Institute of Informatics and Regional Management Problems – branch of the Kabardino-Balkarian Scientific Center of the Russian Academy of Sciences;

360000, Russia, Nalchik, 37-a I. Armand street;

s.marisabel@mail.ru, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8043-0531>, SPIN-code: 1771-1674

Salima A. Makhosheva, Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department of Knowledge Economy and Advanced Regional Development, Institute of Informatics and Regional Management Problems – branch of the Kabardino-Balkarian Scientific Center of the Russian Academy of Sciences;

360000, Russia, Nalchik, 37-a I. Armand street;

salima@list.ru, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4249-9906>, SPIN-code: 8414-5036

Eldar M. Zhanokov, Full-time Postgraduate Student of the Kabardino-Balkarian Agrarian University named after V. M. Kokov;

360030, Russia, Nalchik, 1v Lenin avenue;

eldar.zhanokov@mail.ru