Правительство Российской Федерации

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования

"Национальный исследовательский университет   
"Высшая школа экономики"

###### Факультет государственного и муниципального управления

###### Кафедра управления наукой и инновациями

**ДИССЕРТАЦИЯ НА СОИСКАНИЕ СТЕПЕНИ МАГИСТРА   
ПО НАПРАВЛЕНИЮ   
«ГОСУДАРСТВЕННОЕ И МУНИЦИПАЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ»**

На тему «Институциональные условия ведения венчурного бизнеса в России»

Студентка группы № 761

Кадыкова Евгения Андреевна

Научный руководитель

Зав. кафедрой, профессор Фонотов Андрей Георгиевич

Москва, 2014 г.

Оглавление

[Введение 3](#_Toc389074930)

[Глава 1. Институциональные ограничения развития венчурного бизнеса 4](#_Toc389074931)

[1. Инфраструктура сопровождения проектов 5](#_Toc389074932)

[2. Законодательство 26](#_Toc389074933)

[3. Институты выхода 33](#_Toc389074934)

[Глава 2. Состояние венчурного бизнеса в России 41](#_Toc389074935)

[Заключение 52](#_Toc389074936)

[Список источников 54](#_Toc389074937)

# Введение

В настоящее время, в эпоху нарастающей скорости изменений в мировой экономике конкурентное преимущество приобретают те страны, которые активно внедряют инновации. Возникающие инновационные компании содействуют повышению эффективности экономики в целом, создают новые рабочие места, являются привлекательными с точки зрения вложения капитала. Кроме того, новые компании открывают благоприятные возможности на всех стадиях экономического цикла. Залогом появления и развития новых инновационных компаний являются развитые институты венчурного инвестирования, поскольку венчурное инвестирование предполагает не просто финансовые ресурсы, но и эффективное партнёрство между венчурными капиталистами и предпринимателями, предполагающее активное участие капиталиста в деятельности компании. Таким образом, венчурный капитал становится ключевым фактором внедрения инноваций и создания рабочих мест. Наиболее развитыми с точки зрения венчурного бизнеса среди всех стран мира на данный момент являются США и Израиль. Что касается России, пока рано говорить о том, что венчурный бизнес у нас является развитым – отсутствует достаточный опыт, необходимая инфраструктура и ряд важных институтов. Для того, чтобы венчурный бизнес начал развиваться и в России, требуется проанализировать ограничения, в первую очередь институциональные, которые препятствуют его развитию. В данной работе будут рассмотрены состояние венчурного бизнеса в России и перспективы его развития с учётом институциональных ограничений.

Поднятая проблематика приобретает особую актуальность в связи с тем, что по сути условия венчурного инвестирования являются частным случаем инвестиционного климата в стране. Таким образом, ограничения, препятствующих развитию венчурного бизнеса, имеют более широкое влияние и ограничивают не только венчурный бизнес, но и ухудшает всю инвестиционную среду в целом, что, в свою очередь, создаёт существенные барьеры для развития национальной экономики.

# Глава 1. Институциональные ограничения развития венчурного бизнеса

Венчурный бизнес – это рисковое инвестирование в инновационные проекты на ранней фазе их развития. Для развития венчурного бизнеса необходимы определённые институциональные условия, которые в целях упрощения анализа будут разделены в данной работе на три ключевые группы:

* Инфраструктура сопровождения проектов - включающая институты поддержки и финансирования инновационных проектов на всех стадиях развития компании;
* Законодательство, не создающее барьеров на пути развития венчурного бизнеса и инновационных проектов;
* Институты выхода венчурных инвесторов из инновационных проектов.

**Гипотеза данной работы заключается в том, что ряд ограничений развития венчурного бизнеса носят институциональный характер и заключаются в недостаточной эффективности трёх перечисленных выше элементов.**

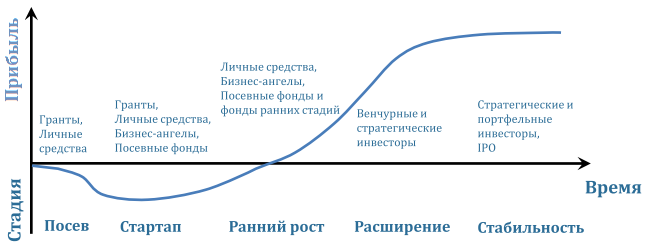
**Существующая инфраструктура должна содействовать эффективному взаимодействию между предпринимателями (создателями инновационных проектов) и венчурными инвесторами на всех этапах развития инновационной компании. При этом на каждом этапе развития компании необходимы своя инфраструктура и свой механизм взаимодействия с инвесторами.**

Далее в работе будут подробно проанализированы составляющие каждого из элементов применительно ко всем стадиям венчурного инвестирования.

## Инфраструктура сопровождения проектов

Для успешного процесса коммерциализации необходимо наличие различных институтов на всех этапах развития инновационного проекта, включая самые ранние этапы, то есть площадок, где происходит сначала поиск идей для инновационных проектов, затем их отработка, подготовка и оформление в конкретное коммерческое предложение с дальнейшим представлением этих предложений инвесторам, развитие и поддержка этих проектов. При этом на каждом этапе должны существовать свои институты – организации, выполняющие конкретные функции, релевантные данному этапу. **Прежде чем перейти к анализу необходимой инфраструктуры, необходимо рассмотреть стадии развития инновационной компании и проанализировать, как и за счёт каких источников может происходить инвестирование на каждой стадии. Кроме того, имеет смысл проанализировать существующие на каждом из этапов проблемы применительно к отечественной специфике.**

Рисунок 1. Этапы венчурного инвестирования



*Источник: Агамирзян И.Р., РВК, «Рынок венчурных инвестиций: мировые тенденции и российская практика», М. – 2010; «Венчурный бизнес: новые подходы», Кэтрин Кемпбелл, М. – 2008*

**«Посевная» или «семенная» стадия (seed stage)** – это самая ранняя стадия, начало жизненного цикла инновационной компании. На этой стадии идёт активная разработка образцов продукции, прототипов, происходит написание и проработка бизнес-плана, может формироваться планируемая стратегия дальнейшего развития компании. Принято считать, что на данной стадии основными инвесторами является, так называемая, 3F (friends, fools, family). В компанию на посевной стадии инвестируют друзья, семья, бизнес-ангелы, специализированные организации – поставщики «семенного капитала» (seed capital). В тех случаях, когда рынок переживает бум, вкладываться на посевной стадии могут и венчурные капиталисты, которые в иной ситуации традиционно предпочитают делать вложения на более поздних стадиях. Тем не менее, основным источником финансирования на данной стадии остаются личные средства основателей и различные гранты.

Что касается проблем, характерных для посевной стадии в России, - можно выделить отсутствие площадок, где могло бы происходить эффективное взаимодействие начинающих предпринимателей, разработчиков и бизнес-ангелов. На настоящий момент не существует отлаженных механизмов эффективного взаимодействия между предпринимателями и инвесторами, а также между предпринимателями в целях обмена опытом. Создатели моделей и прототипов зачастую сталкиваются с тем, что не могут найти не только средств, но и кадров для развития своего проекта. Существование эффективной площадки взаимодействия сняло бы эти проблемы, тормозящие развитие бизнеса уже в самом его начале. Проводимые на настоящий момент мероприятия и ярмарки (например, при поддержке РАВИ), целью которых является организация контактов инвесторов (фондов, бизнес-ангелов и др.) с владельцами инновационных стартапов, пока не демонстрируют достаточной эффективности.

**Стартап, или начальная стадия (start-up)** – это стадия, на которой инновационная компания ведёт активные разработки продукта, организует процесс производства, производит исследования рынка, испытания своего продукта, исследует реакцию потребителей на свой продукт по итогам первых продаж. На этой стадии личные средства основателей и гранты продолжают занимать значительную долю во всём объёме инвестирования, однако на данном этапе всё большую роль начинают играть бизнес-ангелы и посевные фонды, их доля в общем объёме инвестирования значительно увеличивается по сравнению с посевной стадией.

На данной стадии существенной проблемой также является отсутствие эффективной площадки взаимодействия как между предпринимателями и инвесторами, так и между самими предпринимателями, за счёт чего перспективные стартапы зачастую вынуждены надеяться исключительно на собственные силы и средства грантов. Финансирование за счёт грантов в отечественных условиях также затруднено, поскольку получение гранта требует от предпринимателей предоставления значительной отчётности – бизнес-планов и бизнес-моделей – которую начинающие предприниматели не способны подготовить собственными силами. Здесь необходимо вовлечение экспертов (государственной структуры, предоставляющей не столь дорогостоящие экспертные услуги), которые помогали бы предпринимателям в подготовке соответствующей документации, поскольку на настоящий момент компаниям зачастую приходится ради получения гранта прибегать к дорогостоящей помощи стороннего частного эксперта. Помимо этого, на стадии стартапа начинает появляться проблема, связанная с защитой прав собственности – она ещё не так актуальна, как на более поздних стадиях, однако предприниматели уже начинают задумываться о том, каким образом они смогут защитить свои права в дальнейшем. Проблема наличия эффективно функционирующих бизнес-инкубаторов и бизнес-акселераторов на данной стадии выступает на первый план. Эффективные институты поддержки компаний на самых ранних стадиях являются залогом их развития в дальнейшем. Вопрос о том, насколько эффективны существующие в настоящий момент бизнес-инкубаторы и бизнес-акселераторы является спорным.

**Стадия раннего роста (early growth / stage)** – это стадия, когда компания начинает производить продажи, однако её выручка от продаж всё ещё не покрывает понесённые затраты, кроме того, требуется всё больше капитала для разработки других видов продукции, дополнительных исследований (в т.ч. рынка и потребителей), наращивания производственного потенциала, найма новых специалистов или выхода на международный уровень. На данном этапе основными инвесторами выступают посевные фонды и фонды ранних стадий, при этом доля личных средств основателей и средств бизнес-ангелов в общем объеме инвестирования обычно сокращается.

Помимо уже перечисленных выше проблем, связанных с отсутствием площадки взаимодействия и слабой защиты прав собственности, которая является критичной для всех стадий роста компании, на данном этапе появляется проблема непосредственно возможности роста для компании, которая будет особенно характерна на более поздних этапах роста. Стартапы испытывают сложности с выходом на международный уровень, нехватку кадров и инвестиций. Компании на стадии раннего роста проигрывают конкуренцию за хорошо подготовленные кадры и высококвалифицированных специалистов крупным компаниям. Даже в том случае если нанятому специалисту развивающаяся компания, помимо вознаграждения, предлагает долю в компании, это не всегда может удержать специалиста.

**Стадия расширения (expansion stage)** – на данном этапе компания ведёт активные продажи и требует дополнительных вложений для финансирования своей деятельности, инвестиции необходимы для расширения объёмов сбыта и производства, увеличения уставного капитала или оборотных средств. На стадии расширения ключевыми инвесторами становятся венчурные и стратегические инвесторы. Считается, что венчурные инвесторы начинают осуществлять вложения в инновационные компании на более ранних стадиях их развития, однако на практике большинство венчурных инвесторов предпочитают вкладывать средства в компании, у которых уже есть устойчивые продажи и которые продолжают быстро расти, захватывая всё большие доли рынка. Даже несмотря на кажущуюся стабильность, данная стадия развития инновационной компании связана с существенными рисками, связанными, в первую очередь, с потенциалом рынка и с технологией, лежащей в основе проекта. Если рынок не будет предоставлять возможностей для роста, а технология не будет отвечать запросам рынка, не будет востребована, то компания не сможет принести венчурному инвестору ту прибыль, на которую он рассчитывал. Таким образом, даже вложения в компании на более поздних этапах развития сопряжены со значительными рисками для инвестора. Иногда внешние факторы оказывают столь сильное влияние на компанию, что инвестор предпочитает забрать свою долю из бизнеса, как следствие, происходит его закрытие.

На данном этапе отчётливо проявляется проблема возможности роста для компании. Поскольку отечественный рынок является в значительной степени монополизированным, то на определённом этапе компании начинают испытывать трудности с дальнейшим ростом. Кроме того, значительное государственное участие во многих предприятиях становится причиной того, что такие предприятия перестают стремиться к повышению эффективности и, соответственно, внедрению инноваций. Сектор b2c (бизнес для потребителей) также зачастую не предъявляет большого спроса на инновации за счёт неблагоприятной экономической ситуации в целом, вызванной кризисными явлениями в экономики. Таким образом, монополизированность рынка, значительное государственное участие в экономике и продолжающийся кризис создаёт барьеры для дальнейшего развития компаний. Кроме того, по-прежнему существенной проблемой на данном этапе остаётся слабая защита прав собственности.

**Стадия стабильности** – это стадия, характеризующаяся устойчивым уровнем продаж и, как следствие, стабильным уровнем прибыли. На данной стадии компания уже занимает определённую нишу, имеет свою целевую аудиторию и не нацелена на поиск новых рынков и доработку существующего продукта. На стадии стабильности происходит выход венчурного инвестора с перепродажей своей доли стратегическому или портфельному инвестору, через IPO (initial public offering – первоначальное публичное размещение на фондовом рынке). Стратегическим или портфельным инвестором могут выступать банки, корпорации, крупные публичные организации. Возможен выход инвестора посредством выкупа менеджментом компании доли инвестора, однако чаще всего происходит продажа компании крупной корпорации.

На данном этапе одной из важнейших проблем является отсутствие институтов выхода инвесторов из проектов, а также отсутствие отлаженных институтов коллективных инвестиций, которые могут выступать в роли портфельного инвестора. За счёт отсутствия спроса на инновации как такового в отечественных условиях не всегда удаётся найти стратегического инвестора. Компании, преодолев кризис роста, зачастую не могут позволить венчурному инвестору покинуть проект. Таким образом, вся суть венчурного инвестирования, заключающаяся в том, чтобы вложиться в проект в самом его начале и продать его, когда проект вырастет, оказывается в отечественных условиях нежизнеспособной, поскольку продать свою долю в проекте не представляется возможным.

На таблице ниже представлена обобщённая информация по каждому из рассмотренных этапов венчурного инвестирования.

Таблица 1. Институциональные ограничения, возникающие на каждом из этапов венчурного инвестирования

|  |  |
| --- | --- |
| **Стадия** | **Проблемы** |
| Посевная | Отсутствие площадок эффективного взаимодействия |
| Стартап | Отсутствие площадки, получение грантов затруднено, проблема защиты прав собственности, необходимость эффективных бизнес-инкубаторов |
| Ранний рост | Отсутствие площадки, проблема защиты ПС, проблема возможности роста |
| Расширение | Проблема роста, монополизированность рынка, значительное госучастие в экономике, кризис, защита ПС |
| Стабильность | Отсутствие институтов выхода |

*Источник: разработка автора*

**Таким образом, мы можем констатировать значительную роль венчурных инвестиций в развитии компании на протяжении всех стадий её развития. В зависимости от экономической ситуации, состояния на рынке и привлекательности технологии, лежащей в основе инновационного проекта, венчурные инвесторы могут осуществлять вложения либо на более ранних, либо на более поздних этапах развития компании. При этом одним из ключевых факторов развития венчурного бизнеса становится возможность выхода из проекта на стадии стабильности с целью зафиксировать значительные прибыли от первоначальных вложений в компанию.**

**Мы также можем констатировать большое количество проблем, являющихся препятствием для развития венчурного бизнеса на каждом из этапов жизненного цикла компании.**

Прежде чем перейти к более детальному рассмотрению возможностей выхода из проекта и анализу существующих барьеров для развития венчурного бизнеса, рассмотрим этапы развития венчурного рынка в России, некоторые элементы инфраструктуры и особенности существующего на настоящий момент в России законодательства и его роли в перспективах развития венчурного бизнеса.

Условно этапы развития венчурного рынка в России можно разделить на четыре этапа. Первый из них – период с 1990 по 1999 годы – характеризовался стихийным формированием инфраструктуры негосударственного сектора: создание РАВИ (Российской ассоциации венчурного инвестирования), миссией которой стало содействие становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций в России[[1]](#footnote-1), формирование системы профильных мероприятий для инвесторов с целью ознакомить начинающих инвесторов с новой для них отраслью. По инициативе стран «Большой семёрки» и ЕБРР (Европейского банка реконструкции и развития) были созданы первые одиннадцать региональных венчурных фондов (РВФ) с целью инвестирования в отечественные компании.

Второй этап – в период с 2000 по 2006 годы – характеризовался непосредственно становлением инфраструктуры венчурного рынка, которая осуществлялась в тот период при активном участии государства. Начал функционировать созданный в 1999 году ВИФ (Венчурный инновационный фонд), осуществлялась поддержка системы венчурных ярмарок, происходила организация обучающих центров по венчурному предпринимательству.

На третьем этапе – в период с 2006 по 2009 годы – активизировались усилия государства, направленные на развитие института венчурных инвестиций. На этом этапе были совершены самые значительные преобразования, целью которых было подготовить все необходимые институты для эффективного развития венчурной отрасли. В 2006 году в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 7 июня 2006 года № 838-р была создана РВК (ОАО «Российская венчурная корпорация»), на которую была возложена задача стать государственным «фондом фондов» и важнейшим институтом развития в деле построения НИС (Национальной инновационной системы)[[2]](#footnote-2). Была организована система ранее созданных региональных венчурных фондов. Была также создана РОСНАНО (ОАО «Роснано») для реализации государственных проектов по развитию наноиндустрии, а также организованы ОЭЗ (Особые экономические зоны) с особым юридическим статусом и льготными условиями для предпринимателей. В дальнейшем последовало создание и развитие сети технопарков в сфере информационных технологий.

В период с 2009 года начался четвёртый этап развития венчурного рынка в России, на котором начала происходить гармонизация секторов инфраструктуры государственной поддержки, была принята и начала реализовываться новая концепция РВК, активизировалась работа, созданного в 2009 году, РИИ ММВБ (Рынок инноваций и инвестиций Московской биржи), в 2009 году при поддержке Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования и РОСНАНО была создана национальная ассоциация бизнес-ангелов – общероссийское объединение венчурных инвесторов ранних стадий НАБА[[3]](#footnote-3).

Рисунок 2. Этапы развития венчурного рынка в России



*Источник: Агамирзян И.Р., РВК, «Рынок венчурных инвестиций: мировые тенденции и российская практика», М. – 2010*

**Таким образом, мы видим, что формирование институтов венчурного инвестирования происходило при активном содействии государства, реализовывались государственные инициативы, создавались государственные корпорации, при поддержке государства налаживались сети взаимодействия внутри сообщества инвесторов, происходило их обучение. Развитие венчурного рынка в России потребовало объединённых усилий существующих институтов и активных действий по созданию новых. Однако создание новых институтов и формирование новой отрасли потребовало от государства существенных изменения в законодательстве в соответствии с требованиями индустрии венчурного инвестирования.**

Прежде чем перейти к более подробному анализу законодательства, рассмотрим некоторые инфраструктурные элементы, необходимые для существования и развития венчурного бизнеса.

**Инфраструктура на самом раннем этапе – инкубаторы**

Особое значение имеет инфраструктура на самых ранних этапах развития компании. Её наличие предопределяет количество и качество возникающих инновационных проектов и влияет на развитие венчурной отрасли в целом. Бизнес-инкубаторы содействуют развитию проектов на посевных стадиях за счёт широких возможностей, которые бизнес-инкубаторы предоставляют:

* Аренда помещений;
* Предоставление бухгалтерских, юридических и офисных услуг;
* Консалтинг, обучение персонала, помощь в проведении исследований;
* Предоставление информации о возможных грантах и других программах поддержки предпринимателей;
* Возможности привлечение в проект партнёров, менторов;
* Возможности привлечения инвесторов.

**Существование бизнес-инкубаторов содействует развитию венчурного бизнеса, поскольку начинающие компании нуждаются в поддержке при выходе на рынок, а венчурные инвесторы, нацеленные на поиск новых сделок, не заинтересованы в том, чтобы поддерживать и развивать свои портфельные компании.**

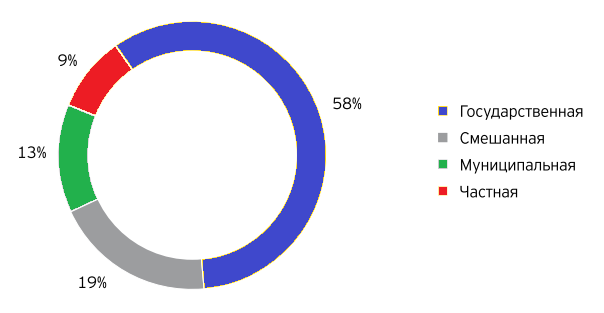
Проведённое в 2010 году исследование бизнес-инкубаторов России[[4]](#footnote-4) даёт возможность оценить состояние отечественной индустрии бизнес-инкубирования и перспектив её развития. В выборку вошли как непосредственно бизнес-инкубаторы, так и аналогичные инновационно-технологические центры и отделение научно-технологических парков (далее – инкубаторы, инкубационные программы). В опросе приняли участие 50 активно действующих и развивающихся российских инкубаторов – государственные и частные инкубаторы различной площади (от 50 кв. м. до 10 000 кв. м.), расположенные в разных городах России – от Санкт-Петербурга до Хабаровска.

В результате исследования было проанализировано более 50 компаний, однако изначальная выборка составила 400 объектов инновационной инфраструктуры – в том числе бизнес-инкубаторы, технопарки, инновационно-технологические центры и другие организации, осуществляющие инкубационные программы.

Результаты проведённого исследования свидетельствуют о том, что сфера бизнес-инкубирования находится на стадии становления и развития. Свидетельством тому служит тот факт, что существенная часть инкубаторов позиционируется не как бизнес-проекты, нацеленные на поддержку и развитие быстрорастущих прорывных инновационных проектов, а как дотационные программы поддержки малого бизнеса. При этом стоит отметить позитивную тенденцию, которая заключается в том, что большинство инкубаторов не ограничивается исключительно предоставлением арендных помещений по льготным ставкам, но также предоставляет инновационным компаниям широкий спектр услуг, что соответствует релевантному опыту стран, достигших значительных успехов в сфере бизнес-инкубирования. Как показывает зарубежный опыт, именно широкие возможности инкубационных программ, а не предоставление арендных помещений, имеют ключевое значение для успешного развития инновационных проектов.

Проведённое исследование выявило, что преобладающее число инкубаторов находится в государственной собственности. Это предопределяет ориентацию инкубаторов на предоставление поддержки, а не на извлечение доходов, что соответствует мировой практике – поскольку создание инновационных компаний связано с существенными положительными внешними эффектами для региона и государства в целом, власти могут компенсировать часть расходов, которые несёт компания на ранней стадии. Для частных инкубаторов более распространена модель покрытия расходов проектов из средств, предоставляемых на ранних этапах фондами посевных инвестиций.

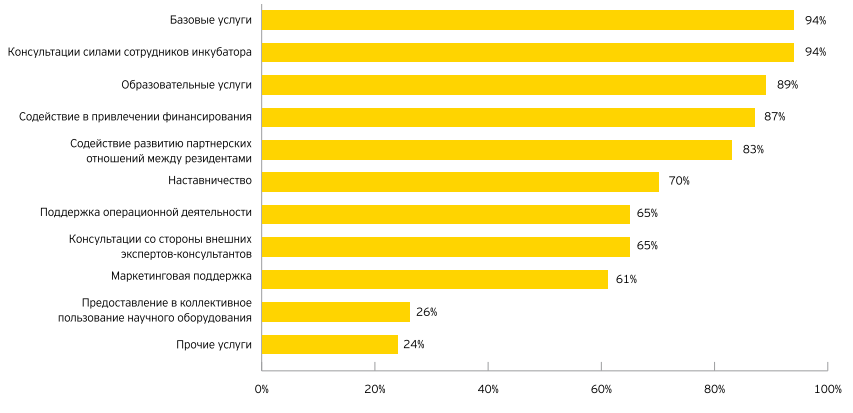
Рисунок 3. Распределение инкубаторов по форме собственности, доля респондентов, %



*Источник: Исследование Ernst & Young*

Что касается бизнес-услуг инкубаторов, то исходя из результатов исследования, инновационным компаниям-резидентам предоставляется доступ к широкому спектру услуг, охватывающему практически все потребности компаний. Практически все инкубаторы оказывают базовые офисные услуги (Интернет, телефон, ИТ-обслуживание, оргтехника, почтово-секретарские услуги), а также консультационные услуги силами своих сотрудников. Результаты исследование свидетельствуют о том, что значительная часть инкубаторов предоставляет широкий спектр квалифицированных бизнес-услуг в сфере привлечения инвестиций, развития взаимодействия и образования. Несколько меньшая часть инкубаторов предоставляет услуги, связанные с наставничеством, привлечением экспертов из соответствующих отраслей, поддержкой операционной деятельности и маркетинговые услуги. Только четверть инкубаторов предоставляет компаниям-резидентам научное оборудование и специализированные помещения. Необходимо отметить, что в большинстве случаев (83%) нерезиденты инкубаторов имеют доступ к услугам инкубатора на платной основе (за исключением льготной аренды), таким образом частично решается проблема финансирования инкубаторов, а инкубаторы становятся пунктами предоставления бизнес-услуг начинающим предпринимателям.

Рисунок 4. Бизнес-услуги инкубаторов, доля респондентов, %



*Источник: Исследование Ernst & Young*

На основе данной статистики трудно сказать, реально ли объём предоставляемых бизнес-инкубаторами услуг соответствует спросу на них со стороны резидентов. Можно предположить, что предоставляются те из услуг, которые сопряжены с наименьшими издержками для самих бизнес-инкубаторов.

Зарубежный опыт в сфере бизнес-инкубирования свидетельствует, что услуги предоставления помещений на льготной основе не являются основным преимуществом инкубаторов по сравнению с обычными бизнес-центрами. Таким образом, решающим фактором становится широкий набор предоставляемых бизнес-услуг.

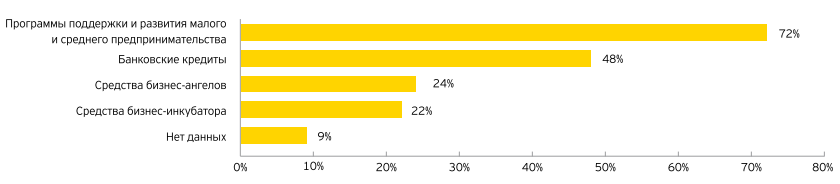
Для государственных и муниципальных инкубаторов уровень арендных ставок определяется в зависимости от арендой ставки по помещениям, находящимся в собственности субъекта РФ или муниципалитета. Кроме того, законодательно регулируется допустимый размер уменьшения соответствующих ставок, предоставляемых в зависимости от срока пребывания компании в бизнес-инкубаторе. Законодательные ограничения приведены в следующих законодательных актах:

* Приказ Министерства экономического развития РФ от 16.02.2010 № 59 «О мерах по реализации в 2010 году мероприятий по государственной поддержке малого и среднего предпринимательства»
* Постановление Правительства РФ от 27.02.2009 № 178 (в ред. Постановлений Правительства РФ от 03.10.2009 № 798, от 31.12.2009 № 1181) «О распределении и предоставлении субсидий из федерального бюджета бюджетам Российской Федерации на государственную поддержку малого и среднего предпринимательства, включая крестьянские (фермерские) хозяйства».

Что касается финансирования инновационных проектов, то на основе исследования можно сделать вывод о том, что развитие партнёрских отношений с инвестиционными фондами и бизнес-ангелами является недостаточным. Лишь четверть компаний-резидентов финансируются за счёт средств бизнес-ангелов, остальные компании ищут альтернативные источники финансирование, как, например, банковские кредиты, средства бизнес-инкубатора и программы поддержки и развития малого и среднего предпринимательства, за счёт которых финансируется большая часть резидентов на ранних стадиях. В основном финансирование происходит за счёт субсидий и грантов, федеральных программ по поддержке предпринимательства, а также банковскими кредитами. Частные инвестиции играют сравнительно небольшую роль, т.е. фактор спроса работает достаточно слабо.

Обращаясь к зарубежному опыту, стоит отметить, что участие венчурных инвесторов в компаниях-резидентах инкубационных программ сравнительно невелико и в США. Это связано с тем, что многие инвесторы считают, что компании-резиденты инкубаторов находятся на самых ранних стадиях развития, поэтому инвестиции в них являются слишком рискованными. Однако такая точка зрения венчурных фондов свидетельствует о недостаточном понимании принципов и результатов работы инкубаторов. За счёт квалифицированных консультаций, всесторонней поддержки компаний, доступа к партнёрской сети и других услуг, предоставляемых инкубаторами, шансы инновационной компании на дальнейшее успешное развитие значительно повышаются. По статистике за рубежом примерно 85% компаний в инкубаторах успешны по сравнению со всего 20% компаний, добивающихся успеха вне инкубаторов. Учитывая данный факт, инвестиции могут вполне эффективно привлекаться в компании, находящиеся на более ранней стадии развития по сравнению с типичными объектами венчурного инвестирования.

Рисунок 5. Источники финансирования инновационных компаний-резидентов инкубаторов, доля респондентов, в %



*Источник: Исследование Ernst & Young*

**Венчурные фонды**

Венчурные фонды в России стали появляться в результате инициативы ЕБРР (Европейского банка реконструкции и развития), начиная с января 1994 года. В 1994 году в России действовали 12 венчурных фондов, в 1997 году – 26 фондов, в 1998 году – 40 фондов. Наряду с отечественными фондами на территории России стали функционировать и иностранные венчурные фонды.

Суммарная капитализация венчурных фондов в 2010 году, согласно данным РВК, составляла около 60 млрд. руб. При этом в индустрии насчитывалось 43 основных венчурных фонда, среди которых:

* Региональные венчурные фонды инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере;
* Фонды с участием РВК;
* Прочие фонды, инвестиционные декларации большинства из которых предусматривают прямые инвестиции в компании поздних стадий и 5-15% венчурных инвестиций.

При этом работа венчурных фондов в России остаётся весьма затруднённой вследствие несовершенства законодательства, которое могло бы стимулировать этот достаточно важный для развития экономики промышленного государства вид деятельности. Кроме того, возможности для выхода из бизнеса в России остаются достаточно ограниченными. Не во всех странах существует специальное законодательство для венчурного бизнеса, однако в них непременно существуют иные элементы как гражданского, так и финансового законодательства, позволяющие венчурному бизнесу успешно развиваться. В России эти элементы пока отсутствуют.

Венчурные фонды являются крайне важным элементом при формировании инновационной инфраструктуры. И особенное влияние они оказывают на создание инноваций в таких отраслях, как информационные и биотехнологии, альтернативные источники энергии и другие. Венчурные фонды играют важную роль при финансировании компаний, находящихся на стадии становления, когда их рыночная стоимость еще не определена и финансирование за счёт банковского кредита и других общепринятых источников невозможно. При входе венчурного инвестора в проект компания получает не только средства на развитие, но также зачастую ей становится доступен более важный ресурс венчурного фонда – всесторонняя поддержка со стороны управляющей компании фонда, что влечет за собой расширение перспектив развития инновационной компании.

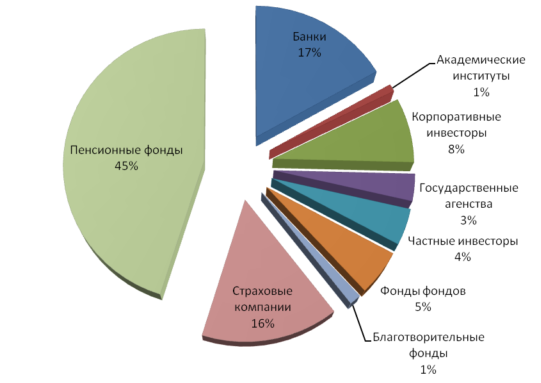
Сегодня венчурный бизнес является развивающимся механизмом, который имеет огромный потенциал роста. Однако на пути у венчурного капиталиста встает множество проблем:

* Неразвитость инфраструктуры, способной обеспечивать появление быстрорастущих инновационных предприятий, которые стали бы привлекательным объектом для венчурного инвестирования;
* Слабое присутствие частного капитала в венчурной индустрии России;
* Недостаточное количество квалифицированных управляющих венчурными фондами и низкий уровень инвестиционной культуры предпринимателей;
* Ограниченность в выборе источников финансирования венчурных фондов;
* Низкая ликвидность венчурных инвестиций за счёт неподготовленности рынка, недостаточной экспертизы проектов и небольшого опыта у инвесторов.

Одной из причин существования множества проблем в сфере венчурного инвестирования является неразвитость и неприспособленность организационно-правовой системы РФ для функционирования венчурных фондов: не защищены должным образом права инвесторов, нет возможности сложного структурирования сделок, высок риск признания сделок под условием недействительными, существует множество нарушений в сфере защиты интеллектуальной собственности и т.д. Кроме того, организационно-правовая форма, в которой существуют венчурные фонды в России – закрытый паевой инвестиционный фонд – не соответствует реальному содержанию их деятельности.

Объективная необходимость решения этих проблем требует, как совершенствования гражданского законодательства, так и расширения источников венчурного финансирования, в первую очередь, стимулирования частного сектора. Зарубежный опыт показывает, что активными участниками венчурных фондов являются пенсионные фонды, в том числе негосударственные (Рисунок 6).

Рисунок 6. Источники венчурного капитала в США, 2003 год



*Источник: Каширин И.А., «Венчурное и бизнес-ангельское инвестирование», – М.: ДЕЛО, 2010. С. 42*

К сожалению, в России этот источник может рассматриваться только в долгосрочной перспективе, а сейчас необходимо пытаться привлечь в эту сферу страховые компании и банки, но, основным источником, несмотря ни на что, останется государство.

Проблема инфраструктуры может решиться в среднесрочной перспективе, в настоящее время выделяются огромные средства на реализацию проектов в данной сфере. При создании инфраструктуры венчурные фонды могут сыграть важную роль, поддерживая создание фондов посевного финансирования, которые призваны доводить проект до состояния, в котором к его развитию могут подключиться уже сами венчурные фонды. Именно нехватка таких фондов является острой проблемой для современной России.

Что касается рисков венчурных фондов, то в наибольшей степени они подвержены риску заёмщика и риску инфляции. Риск заёмщика в специфике венчурных фондов характеризуется, как невозвратом денежных средств, так и потерей деловой репутации в венчурном сообществе и может быть уменьшен путём создания качественного портфеля, оптимизации объема привлекаемых инвестиций, налогообложения и грамотного управления рисками, относящимися к каждому отдельному инновационному проекту. Риск инфляции, в свою очередь, побуждает венчурные фонды не привлекать инвестиции единовременно, а перекладывать риск обесценения денежных средств на инвесторов путем заключения соглашений об обязательстве выделять средства по мере необходимости в заранее определенных пределах.

Квалификация управляющих венчурными фондами - еще одна проблема, с которой сталкивается Россия, ведь сейчас финансирование, в основном, производится за счет государственных денег, а к ним относятся довольно легко, инвестируя даже в те проекты, которые не способны принести прибыль. У управляющих должно сложиться четкое понимание, что венчурное финансирование - это не такое инвестирование, которое приносит всего лишь 10% дохода, а это намного более рисковый и доходный инструмент. И российские управляющие компании, даже не имея большого опыта, должны профессионально оценивать столь рискованные проекты.

Низкая ликвидность венчурных инвестиций обусловлена недостаточной развитостью фондового рынка, являющегося важнейшим инструментом свободного выхода венчурных фондов из проинвестированных предприятий. Развитие фондового рынка в России очень активно обсуждается, закончено объединение ММВБ и РТС, выдвигаются предложения о создании международного финансового центра в Москве.

Важным вопросом, является влияния глобализации на развитие венчурных фондов в Российской Федерации в условиях ее интеграции в мировую экономику. Либерализация доступа иностранного капитала в экономику нашей страны, расширение экономических связей, формирование единого общемирового финансово-информационного пространства, несомненно, открывают перспективы комплексного применения глобальных технологий и способствуют увеличению роли венчурных фондов в создании инноваций в России.

**Таким образом, на настоящий момент венчурная отрасль сталкивается с большим количеством вызовов, однако всё возрастающее число успешно функционирующих на её территории фондов (в том числе и иностранных), а также рост числа сделок, связанных с венчурным инвестированием, позволяет строить оптимистичные прогнозы относительно перспектив её дальнейшего развития.**

## Законодательство

Немаловажным факторов развития венчурной отрасли является законодательная база. Поэтому в целях анализа венчурной индустрии и перспектив её дальнейшего развития представляется необходимым рассмотреть основные проблемы, возникающие вследствие несовершенства законодательства и возможные пути его совершенствования.

Основные проблемы, связанные с существующим законодательством:

* Отсутствие системного и комплексного подхода к формированию законодательной базы инновационной сферы, вследствие чего она постоянно корректируется и адаптируется к изменяющимся условиям;
* Недостаточное число законов прямого действия, что требует их конкретизации в подзаконных актах, влечет за собой уменьшение позитивного потенциала законодательства и создает бюрократические барьеры на пути реализации инновационной деятельности;
* Слабый учёт реальных потребностей субъектов инновационной деятельности, приоритет фискальных интересов государства и противодействие инновационной активности со стороны монополий;
* Попытки внедрить зарубежной опыт непосредственно, без учёта российских реалий и состояния российской инновационной системы;
* Отсутствие экспертизы законопроектов на антиинновационность, как результат – появление таких законов, как, например, 94-ФЗ, регулирующий закупку продукции для государственных нужд, который отчасти блокирует возможность создания значительного государственного спроса на инновационную продукцию.

Отечественное законодательство в сфере инновационной деятельности напрямую связано с развитием венчурного бизнеса, поскольку оно может как содействовать появлению новых и дальнейшему развитию существующих инновационных проектов, так и стать одним из основных препятствий.

Можно выделить основные узкие места российской инновационно-венчурной индустрии:

* Существующие в российском законодательстве организационно-правовые формы не являются адекватными для деятельности фондов прямых и венчурных инвестиций;
* Наблюдается излишняя зарегулированность и негибкость существующих организационно-правовых форм для инновационных стартапов;
* Существующий объём грантовой поддержки инноваторов на ранних (предпосевных) стадиях не является достаточным;
* Система государственных инвестиционных гарантий неприменима для инновационных стартапов;
* Инновационные стартапы слабо интегрированы в глобальную инновационно-венчурную экосистему, существуют значительные барьеры при проведении международных операций инновационными стартапами.

Проблема отсутствия в российской юрисдикции адекватной организационно-правовой формы для деятельности фондов прямых и венчурных инвестиций и для деятельности инновационных стартапов в отличие от ряда других проблем, возможно решить в краткосрочной перспективе. РВК были проанализированы основные недостатки существующих организационно-правовых форм и выдвинуты предложения относительно изменения существующего законодательства.

Таблица 2. Анализ организационно-правовых форм для субъектов инновационной деятельности

|  |  |
| --- | --- |
| **Для деятельности фондов прямых и венчурных инвестиций** | |
| Существующая форма | Новая форма |
| **ЗПИФ** | **Инвестиционное партнёрство** |
| Основные недостатки существующей формы:   * Ограничения на использование коммитментов; * Существенные затраты на постоянную оценку портфеля в соответствии с правилами ФСФР; * Ограничение состава инвестиционного комитета; * Требование о ежегодной аудиторской проверке; * Запрет на распространение неограниченному кругу лиц информации о фонде и др.   **Предлагается внести дополнения и изменения в ФЗ «Об инвестиционных фондах» и «О рынке ценных бумаг»:**   * Право УК отказать любому лицу в приёме заявки на приобретение инвестиционных паёв ЗПИФ ОР(В)И; * Внедрение гибкого механизма формирования и порядка работы Инвестиционного комитета пайщиков; * Необходимость одобрения органом управления сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд. | Основные недостатки существующих форм:   * ЗПИФ (ОРВИ) – недостатки перечислены; * В ООО – наличие двойного налогообложения.   **Предлагается доработать и согласовать Проект ФЗ «Об инвестиционном партнёрстве»:**   * Договорная форма без образования юридического лица; * Промежуточное положение между товариществом на вере и договором о совместной деятельности; * Отсутствие двойного налогообложения; * Ограниченная ответственность участников в пределах стоимости внесённых вкладов и пропорционально их размеру; * Возможность ограничения договором размера совокупных инвестиций в одну компанию (проект); * Обеспечения возможностей поэтапного внесения вкладов в общее дело (коммитменты) и санкций за их невыполнение; * Возможность организации иновационного комитета; * Отсутствие ограничений в выборе объектов инвестирования; * Возможность минимального размера вклада в общее дело («входной порог») и др. |
| **ООО, ЗАО** | **Коммерческое товарищество** |
| Основные недостатки существующих форм:   * Отсутствие концепции переменного капитала; * Недостаточная гибкость соглашения участников; * Чрезмерные для стартапов требования к размеру УК (в случае реализации планов по увеличению минимального капитала ООО); * Недостаточная защита прав инвесторов в отличие от прав кредиторов; * Излишняя зарегулированность АО; * Невозможность осуществления оперативного постадийного финансирования УК; * Недостатки правового регулирования договора об осуществлении прав участников общества; * Императивные нормы.   **Последствия:**   * Ограниченные возможности для эффективного структурирования сделок при привлечении инвестиций в инновационные проекты. | **Предлагается доработать и согласовать Проект ФЗ «О коммерческом товариществе»:**   * Наличие статуса юридического лица, позволяющего в полном объёме реализовывать концепцию ограниченияответственности его участников, которые не будут отвечать по его обязательствам, а коммерческое товарищество не будет отвечать по обязательствам своих участников; * Концепция двух капиталов: переменного складочного капитала и компенсационного (уставного) капитала; * Возможность использования различных видов опционов и фьючерсов для мотивации участников; * Возможность использования различных форм соглашений акционеров и участников; * Защита ИС при банкротстве; * Возможность упрощённой организации постадийного финансирования; * Диспозитивные нормы. |

*Источник:* *Агамирзян И.Р., РВК, «Рынок венчурных инвестиций: мировые тенденции и российская практика», М. – 2010*

Изменения в законодательстве, предложенные Агамирзяном, являются необходимыми, посколько на настоящий момент не существует адекватных организационно-правовых форм, в которых может осуществляться венчурное инвестирования, не защищены в достаточной степени права собственности, отсутствует возможность применения финансовых инструментов срочных сделок в целях инвестирования.

Для содействия развитию венчурной индустрии необходимо также совершенствование существующих корпоративных форм юридического лица, поскольку настоящий Федеральный закон «Об акционерных обществах» обладает рядом существенных недостатков:

* Существенно ограничивает договорную свободу акционеров для формирования удобных им моделей корпоративного управления (в т. ч. для определения в непубличных обществах: структуры органов управления и их компетенций; объёма прав акционеров);
* В недостаточной степени защищает права инвесторов публичных компаний в отличие от прав кредиторов (в т. ч. от действий контролирующих акционеров);
* Не предоставляет возможности осуществления оперативного постадийного финансирования УК;
* Не предоставляет возможности заключения договоров между кредиторами, акционерами и обществом.

Существующие пробелы в законодательстве приводят к тому, что ограничиваются возможности для эффективного структурирования сделок при привлечении инвестиций в инновационные проекты. В связи с этим возникает необходимость формирования нового подхода к регулированию акционерных обществ, который предполагает:

* Предоставление акционерам непубличных обществ большей договорной свободы в части самостоятельного формирования структуры органов управления, осуществления права голоса владельцами акций и др.;
* Возможность выпуска акций непубличными обществами с различным объёмом прав;
* Детализация механизма принятия и вступления в силу решений для публичных обществ, порядка созыва общего собрания акционеров, их уведомления и голосования бюллетенями;
* Возможность изменения очередности удовлетворения требований «добровольных» кредиторов по соглашению с акционерами в ликвидации, осуществляемой по решению акционеров;
* Упрощение процедуры увеличения УК для непубличных обществ.

Несовершенство существующего законодательства подтверждается мнением экспертов венчурной индустрии. По словам генериального директора «Главстарт» Аркадий Морейниса: «Идея новых типов компаний для венчурного бизнеса назрела. Создавать венчурную компанию в форме российского ООО очень неудобно. При этом любой инвестор, чтобы защитить свои интересы, настаивает на контрольном пакете – у владельцев неконтрольных практически нет рычагов влияния». Член совета директоров фонда «Сколково», управляющий партнёр фонда Almaz Capital Partners Александр Галицкий считает: «Новые типы компаний – это хорошая идея, но эта новация не вызовет притока венчурных инвестиций в Россию. Международные фонды интересуются в России прежде всего проектами, способными в перспективе выйти на международный рынок – российский для них слишком мал. При этом, чтобы избежать двойного налогообложения, компании создаются в таких юрисдикциях, как Каймановы острова, Британские Виргинские острова или Люксембург, а вовсе не в России»[[5]](#footnote-5).

## Институты выхода

Наличие возможностей выхода из венчурного проекта зачастую являются определяющим фактором при принятии решений об инвестировании, поскольку цель инвестора – произвести такое вложение, которое позволит получить значительную прибыль, которая окупит все его значительные риски. Инвестор может вернуть себе часть инвестиций в результате того, что компания, в которую он вложился на ранних этапах, развилась и начала приносить прибыль, однако наибольшую прибыль инвестор получает, выходя из бизнеса тем или иным способом.

Всё, чем владеет венчурный инвестор, предназначено на продажу, поскольку смысл его деятельности – вернуть деньги или акции своим партнёрам с ограниченной ответственностью. Выход, помимо этого, предоставляет ему возможность получения фиксированного процента вознаграждения за проведённую сделку. Если венчурному инвестору удаётся осуществить выход, это становится значимой промежуточной целью и для предпринимателя, даже если он всё ещё продолжает быть совладельцем бизнеса, а не продаёт компанию полностью.

EXIT («выход») – на данном этапе развития компании происходит создание публичной компании и последующая продажа доли инвестора другому стратегическому инвестору (слияние и поглощения - M&А), первичное размещение на фондовом рынке (IPO) или выкуп менеджментом (МВО – Management Buy-Out - доля инвестора приобретается менеджерами проинвестированной компании по устраивающей инвестора цене). Как правило, этот этап является точкой выхода венчурных инвесторов. Продажа на данном этапе происходит по ценам, значительно превышающим первоначальные вложения, что позволяет инвесторам фиксировать существенные объемы прибыли.

Необходимо уточнить, что иногда перед «выходом» выделяют промежуточную «мезонинную» (mezzanine) стадию, на которой привлекаются дополнительные инвестиции для улучшения краткосрочных показателей компании, что влечет общее повышение ее капитализации. Этап mezzanine характеризуется вложением в компанию инвесторов, которые ожидают достаточно быструю отдачу от вложений.

Рассмотрим подробнее каждую из возможностей выхода для венчурного инвестора.

**IPO (Initial Public Offering)** – это первичное размещение акций на открытом рынке. Обычно данный способ выхода инвесторы считают одним из самых позитивных вариантов, однако реальные возможности и результаты зависят от развитости фондового рынка, рынков, на которых работает инвестируемая компания, репутации венчурного фонда и его инвесторов, а также от законодательства, регламентирующего работу акционерных компаний, в частности, от прав миноритарных акционеров.

В России в отношении выхода через IPO венчурные инвесторы сталкиваются с ограниченностью национального фондового рынка, на котором активно торгуются лишь акции нескольких десятков крупных компаний. По этой причине до недавнего времени число IPO измерялось единицами. В последнее время, по мере развития российских малых и средних компаний, количество IPO стало увеличиваться. Эти компании достигли состояния, когда их рыночная стоимость увеличивалась, так что с помощью продажи акций они могут привлекать значительные ресурсы для дальнейшего развития, не увеличивая при этом размер задолженности.

Россия заинтересована в том, чтобы компания оставалась именно на отечественном фондовом рынке. Приход на фондовый рынок новых компаний позволил бы увеличить его капитализацию, что в свою очередь повысило бы его привлекательность как для отечественных, так и для иностранным инвесторов. Помимо этого, новые компании являются средством решения проблемы узости отечественного фондового рынка, на котором традиционно преобладают акции сырьевых компаний и государственных корпораций. Появление новых компаний сделало бы рынок более устойчивым, снизив риски, связанные с колебаниями цен на мировых сырьевых рынках, поскольку на настоящий момент настроения инвесторов в значительной степени определяются уровнем мировых цен на сырьё. Кроме того, появление новых компаний различного профиля снизило бы корреляцию между ценами на акции различных компаний, что, в свою очередь, тоже повысило бы устойчивость фондового рынка.

**Продажа стратегическому инвестору –** этофактически продажа компании отраслевому (промышленному) покупателю. Отраслевая продажа является самым вероятным путём выхода для большинства начинающих компаний. Диапазон возможных ситуаций простирается от чрезвычайно успешной сделки по весьма солидной оценке до распродажи описанного имущества, по сути, представляющей собой альтернативу ликвидации. С точки зрения венчурного инвестора, успешная продажа имеет очевидные преимущества перед IPO, так как в случае отраслевой продажи венчурный инвестор получает деньги или деньги и акции, которые являются высоколиквидными, тогда как в случае с IPO он, с большой долей вероятности, будет «заблокрован» и не сможет достаточно оперативно продать свою долю. С точки зрения предпринимателя, отраслевая продажа является гораздо более сложным механизмом выхода. Отраслевые продажи приводят к определённым сложностям, если интересны венчурного инвестора и предпринимателя не совпадают. Несмотря на то, что обе стороны стремятся получить как можно более высокую цену за свою компанию, такая сделка предоставляет возможность выхода венчурному инвестору, но не компании как таковой. Предприниматель, особенно если он является основателем, заинтересован в том, чтобы покупатель обладал достаточными навыками для квалифицированного обращения с его бизнесом.

Ситуация с продажей стратегическому инвестору в России представляется далеко не самой благоприятной. Низкий уровень доверия между экономическими агентами и несовершенства судебно-правовой системы препятствуют развитию данного вида выходов. Покупатель венчурной компании хочет получить гарантии в отношении состояния её бизнеса. При этом при отраслевой продаже в условиях ограниченности рынков зачастую возникает недостаток покупателей, по сравнению с IPO. Это проблема особенно характерна для России, где венчурный рынок ещё не так развит. По этой причине российские фирмы с участием венчурного капитала зачастую оказываются выкупленными иностранными компаниями, которые способны предложить более высокую цену. Такая тенденция в последние годы стала особенно характерной для сектора ИТ и, в частности, рынка программного обеспечения – многие компании-производители софта были проданы в США компаниям из Силиконовой долины.

Преимуществом отраслевой продажи является отсутствие формальностей, связанных с выходом компании на фондовый рынок, и с оформлением проспекта эмиссии акций при акционировании компании.

Нужно отметить, что во всём мире покупка компанией стратегическим инвестором обычно рассматривается как способ войти на перспективные развивающиеся рынки, на которых активно работает венчурный капитал. В настоящее время в России наблюдается достаточно позитивная динамика развития во многих секторах экономики, при этом отраслевые рынки нельзя назвать насыщенными, а значит, входные барьеры в виде большой конкуренции и невысоких цен пока отсутствуют, т.е. экономические ограничения входа на рынок пока невелики. Это облегчает вход на рынок новых игроков, а небольшая насыщенность рынков позволяет рассчитывать на более высокую норму прибыли, что является главным фактором, предопределяющим покупку российской компании стратегическим инвестором.

**Продажа финансовому инвестору –** это продажа акций фонда финансовому институту, например, банку или другому венчурному фонду. Судя по результатам опросов венчурных инвесторов, наиболее важным стимулирующим влиянием на принятие решения в пользу продажи венчурной компании финансовому инвестору оказывают не столько сами держатели акций, сколько менеджмент компании. В силу того, что менеджмент не всегда располагает средствами, достаточными, чтобы осуществить выкуп компании и, следовательно, гарантировать себе будущее в ней, приход нового венчурного инвестора оставляет ему больше возможностей, чем в случае других способов выхода. При этом стратегический инвестор сталкивается с риском не получить за компанию тех средств, на которые он рассчитывал. Таким образом, в выходе посредством продажи финансовому инвестору заинтересована в основном сама компания. Поскольку в результате такой продажи венчурный инвестор не может рассчитывать на значительную прибыль, то, вероятнее всего, для роста популярности данного вида выходов необходимо развитие российской венчурной индустрии.

**Обратный выкуп –** или, иначе МВО (Management Buy-Out), выкуп компании её менеджментом. Такой способ выхода представляется венчурным инвесторам наименее желательным, поскольку значительно снижает их прибыль по сравнению с IPO и продажей стратегическому инвестору. Такой способ обычно используется инвесторами только в том случае, если не удаётся найти другой выход или когда попытки иного выхода не дают результатов. Обычно проблемы с реализацией акций возникают в том случае, если развитие компании происходит не самым удачным образом. Если венчурный проект является успешным, то спрос на акции инвестора оказывается достаточно высоким. Нехватка покупателей возникает тогда, когда проект не оправдывает возложенные на него ожидания. Готовность сторонних покупателей платить за акции компании более высока при её успешном развитии и немедленно снижается при возникновении у компании проблем.

В случае ситуации в России, слабость менеджмента сама по себе не должна являться препятствием для развития обратного выкупа, так как венчурный инвестор обращается к такой разновидности выхода при отсутствии иных альтернатив, инициатива в данном случае принадлежит инвестору. Несмотря на это, небольшое количество ресурсов, которые менеджмент может направить на выкуп акций может привести к тому, что доходность для инвестора при обратном выкупе, которая является невысокой по всему миру, в России окажется ещё ниже.

Что касается статистики, то, согласно исследованию РВК и PwC, в 2013 году состоялось 21 сделка выхода на общую сумму 2000 млн долл., в 2012 году – 12 сделок на общую сумму 372 млн долл., тогда как в 2011 году была зафиксирована единственная сделка выхода – IPO компании «Яндекс» на сумму 1,3 млрд долл. **Это свидетельствует о том, что сделки по выходу инвесторов из портфельных компаний впервые приобрели систематический характер. Зафиксированное число сделок выхода служит серьёзным сигналом для рынка венчурных инвестиций, определяющим перспективу его развития и предоставляющий возможность управляющим компаниям и фондам на реальных примерах продемонстрировать инвесторам, что российский венчурный рынок может быть привлекательным с точки зрения размещения капитала.**

На таблице ниже приведены несколько крупнейших (объёмом не менее 50 млн долл. каждая) сделок выхода в 2013 и 2012 годах, данные по которым находятся в открытом доступе.

Таблица 3. Сделки выхода в 2012 и 2013 году

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Название компании | Сектор компании | Покупатель | Объём сделки, млн долл. | Дата сделки |
| Sapato | Электронная торговля | Ozon | 50 | Февраль 2012 г. |
| Сотмаркет | Электронная торговля | IQ one | 50 | Август 2012 г. |
| Яндекс | Другое | Нет данных | 184 | Ноябрь 2012 г. |
| Яндекс.Деньги | Технологии в финансовом секторе | Сбербанк России | 60 | Декабрь 2012 г. |
| ТКС-банк | Технологии в финансовом секторе | IPO | 816 | Октябрь 2013 г. |
| ВКонтакте | Социальные сети | UPC PE Fund II | 700 | Апрель 2013 г. |
| QIWI | Технологии в финансовом секторе | IPO | 244 | Май 2013 г. |
| Luxoft | Разработка ПО | IPO | 80 | Июнь 2013 г. |
| Кинопоиск | Справочно-рекомендательные сервисы | Яндекс | 80 | Октябрь 2013 г. |
| B2B Center | ИТ и телекоммуникации | Эльбрус Капитал | 52\* | Апрель 2013 г. |

*Источник: РВК, Venture Database, RusBase, PwC, данные с сайтов компаний*

*\* с учётом дополнительных инвестиций, привлечённых компанией*

# 

# Глава 2. Состояние венчурного бизнеса в России

Состояние венчурного бизнеса в России нельзя назвать развитым, в отличие от стран-лидеров венчурного инвестирования, таких как США и Израиль, однако венчурные сделки заключаются, появляются новые фонды, которые, обладая капиталом, ищут наиболее перспективные и высокодоходные направления для вложений. Заметен курс правительства на поддержание инновационного предпринимательства – об этом свидетельствуют разнообразные государственные программы, развивающаяся система грантов, инициативы, связанные с РВК, фондом Сколково и другими недавно возникшими институтами. Можно сказать, что российская венчурная экосистема только недавно начала активно развиваться, о чём свидетельствуют тенденции рынка. Основным отраслевым направлением венчурного инвестирования в России традиционно является сектор информационных технологий (ИТ). Кроме того, привлекательными для венчурного капитала являются две другие отрасли: биотехнологии («биотех») и промышленные технологии («промтех»)[[6]](#footnote-6).

При анализе текущего состояния венчурного рынка использовались статистика компании Rye, Man & Gor Securities, компании EY, Центра технологий и инноваций PwC и Российской венчурной компании, а также опросы экспертов рынка. Поскольку методика подсчёта статистики у перечисленных выше компаний различается, то в данной работе будет приведен обзор всей доступной статистики. Таким образом, несмотря на некоторые различия в численных показателях, мы сможем проанализировать общий тренд в развитии венчурного рынка за последние годы. Поскольку рынок является на настоящий момент только развивающимся, испытывает на себе влияние внешних факторов, таких как внешняя политика и кризисные процессы в экономике, и потому является достаточно волатильным, то целесообразно рассмотреть самую свежую из доступной статистики за последние несколько лет.

**Анализ российского венчурного рынка, проведённый Rye, Man & Gor Securities по итогам 2013 года показал, что венчурные инвестиции в России за прошедший 2013 год сократились на 31%. При этом падение венчурного рынка происходит на фоне сокращения общего объёма инвестиций в экономику, который за 2013 год значительно снизился[[7]](#footnote-7).**

По подсчётам Rye, Man & Gor Securities в России в 2013 году было совершено 342 инвестиционных сделки, объём всех сделок составил суммарно 405 млн долларов. Тогда как в 2012 году было осуществлено 364 инвестиционных сделки на общую сумму 732 млн долларов. Число выходов инвесторов в 2013 году, согласно статистике Rye, Man & Gor Securities, осталось таким же, как в 2012 году – было осуществлено 10 подобных сделок – однако по сравнению с 2011 годом, в 2013 году их объём вырос с 175 млн долларов до 223 млн долларов.

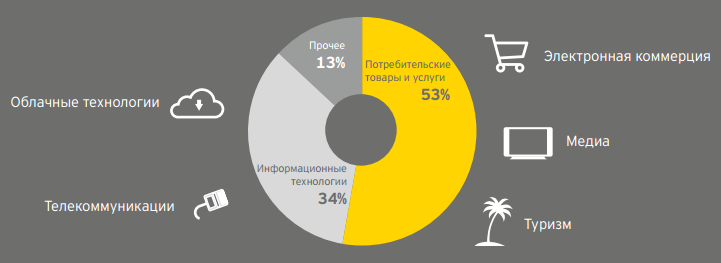
**Согласно той же статистике, число сделок на самых ранних стадиях развития компании уменьшилось. В 2013 году было осуществлено 229 сделок на посевной стадии и 72 сделки на стадии стартапа. При этом несколько увеличилось число сделок на стадии роста и расширения. Число сделок на стадии роста составило 24, число сделок на стадии расширения – 17. Объём средней сделки при этом по всем перечисленным сегментам снизился в полтора-два раза.** Последний факт соответствует мировой тенденции – в течение последних семи лет размер средней сделки в Европе снизился с 2,5 млн долларов до 2,1 млн долларов, а в США – с 7,9 млн долларов до 5 млн долларов. **Таким образом, Rye, Man & Gor Securities констатирует, что в 2013 году инвесторы в целом стали чаще вкладывать венчурный капитал на более поздних стадиях развития проектов, а число сделок на более ранних стадиях существенно снизилось.**

Что касается структуры инвестиций, то в 2013 года она не претерпела значительных изменений. Около 83% всех вложенных венчурными инвесторами средств по-прежнему приходится на сектор ИТ (для сравнения в мире эта цифра составляет 28%). Доля сегмента B2B внутри ИТ-сектора возросла с 6,6 до 17,5%.

Рассмотрим далее ещё одну статистику, собранную компанией EY и Российской венчурной компанией для того, чтобы иметь представление о состоянии российского венчурного рынка в мировом контексте. Согласно этой статистике, в 2013 году в мире было совершено 4011 венчурных сделок на общую сумму 33,2 млрд долларов. Таким образом, доля российского венчурного бизнеса составила 8,5% по числу сделок в мировом масштабе. При этом в отчёте отмечается, что объёмы сделок и общее число венчурных фондов в мире в целом снижаются, поскольку за последние два года на венчурных инвестициях сильно сказалась неопределённость в мировой экономике. Если рассмотреть региональный аспект мирового венчурного рынка, то, согласно статистике, в течение 2007-2013 годов рынок США демонстрировал стабильность, рынки Израиля, Китая и Европы снижались (при этом рынок Европы падал наименьшими темпами), а рынки Индии и России росли вплоть до 2012 года.

При этом, согласно данной статистике ключевыми секторами российского венчурного рынка по среднему объёму инвестиций с 2011 года по третий квартал 2013 года являются информационные технологии, потребительские товары и потребительские услуги.

Рисунок 7. Ключевые сектора российского венчурного рынка, средний объём инвестиций (2011 г. – III кв. 2013 г).



*Источник: «Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007-2013 годы», EY, РВК*

По оценкам EY и РВК рекордный объём рынка в 2012 году вывел Россию на второе место в Европе и пятое в мире.

Рисунок 8. Ведущие венчурные рынки в 2012 году.



*Источник: «Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007-2013 годы», EY, РВК*

Согласно той же статистике, число венчурных фондов выросло к 2013 году до 155, при этом венчурный рынок по-прежнему не демонстрирует признаков консолидации, которых ожидают от него исследователи EY и РВК.

Таблица 4. Наиболее активные российские венчурные фонды в 2012-2013 годах.



*Источник: Firrma, РВК*

Российский венчурный рынок показывал хорошие результаты не только с точки зрения объёма инвестиций, но также и в плане капитализации венчурных фондов. При этом каждый год число новых фондов в течение рассматриваемого периода существенно превышало число ликвидированных, наблюдалась тенденция к снижению среднего объёма нового фонда. На основании собранной статистики, EY совместно с РВК делают вывод о том, что российский венчурный рынок пока далёк от консолидации. Несколько управляющих компаний с хорошей историей инвестирования продолжают успешно привлекать новые денежные средства, однако ни одна из них на настоящий момент не занимает существенной доли венчурного рынка. Аналитики полагают, что это является отличительной особенностью развивающегося рынка, которым ещё только предстоит фаза консолидации, и что в течение следующих лет вероятно появление более крупных игроков с хорошей историей, глубоким пониманием рынка и продуманной стратегией, которые смогут привлечь существенную долю финансирования и позволят рынку частично консолидироваться.

Александр Туркот, основатель компании Maxfield Capital, так комментирует состояние российского венчурного рынка: «Бум на российском венчурном рынке начался около трёх лет назад с появлением активных публичных институциональных инвесторов, таких как, например, Almaz Capital Partners и Runa Capital, и продолжается до сих пор. Растёт количество фондов, всё больше людей заявляют об интересе к созданию своего фонда, стало модным быть венчурным инвестором либо строить свой бизнес с расчётом на венчурный капитал. Растёт и количество сделок, но число хороших венчурных сделок, особенно на посевных стадиях и раундах А, в России пока незначительно. К сожалению, процесс предоставления государственной поддержки до конца не отлажен. В результате появилась целая прослойка профессиональных грантополучателей, которые раз за разом побеждают в конкурсах, получают финансирование, но новых продуктов не создают. Есть ряд регуляторных проблем, но они являются частным случаем общегосударственной ситуации и в равной мере применимы ко всем российским компаниям. Небольшое количество выходов является следствием молодости рынка и сложившейся системы отбора проектов на разных стадиях. У российских компаний есть перспектива успешных выходов, в том числе и на глобальный рынок»[[8]](#footnote-8). Слова эксперта подтверждают гипотезу о том, что отечественный венчурный рынок испытывает ряд трудностей, связанных с недостаточно эффективно функционирующим процессом государственной поддержки проектов, а также с проблемами регулирования бизнеса в России в целом.

Лоренс Райт, бывший директор Стартап Академии Сколково, считает, что на настоящий момент коммерческого спроса на инновации в России почти нет, связь между результатами учёных и запросами крупных компаний отсутствует, изобретатели боятся риска выводить на рынок продукт, который может не найти своего спроса. По словам Лоренса Райта, площадок, где могло бы происходить взаимодействие между перспективными учёными, создавшими интересные технологии, и инвесторами или менеджерами, которые хотят основать стартап и ищут интересные идеи, на настоящий момент в России недостаточно. Лоренс Райт считает, что необходимо создание таких форматов, в которых будет возможно соединить имеющих идеи учёных с предпринимателями, не всегда облагающих техническими знаниями, но способных стать отличными партнёрами и вывести продукт на рынок[[9]](#footnote-9). Позиция Лоренса Райта свидетельствует о том, что большой проблемой для развития венчурного бизнеса действительно является недостаточное число площадок, где бы могло происходить активное взаимодействие между участниками венчурного рынка. Кроме того, эксперт подтверждает, что ещё одной существенной проблемой является отсутствие спроса на инновации.

Про отсутствие спроса на инновационные проекты так же говорит ещё один эксперт рынка Константин Фокин, руководитель Центра инновационного развития Москвы. По словам Константина Фокина, «государству с точки зрения бизнеса нужно снизить административные барьеры и создать государственный спрос на инновационные разработки». Эксперт считает, что если административные барьеры останутся столь же высокими, а государство само не станет активно потреблять инновационные продукты, подавая тем самым пример другим представителем внутреннего спроса, то бесполезно ожидать от частного сектора заинтересованности в поддержке инновационных проектов[[10]](#footnote-10).

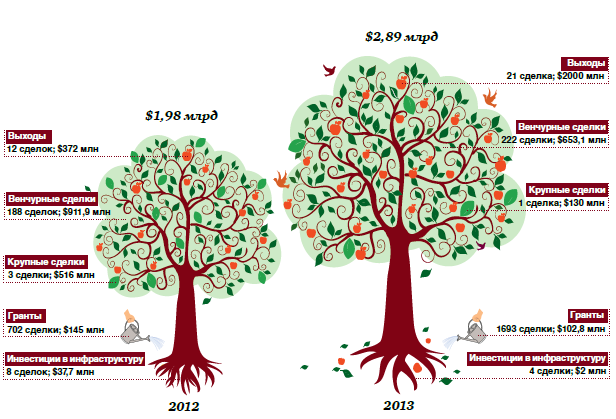
Бизнес-ангел Игорь Рябенький отмечает, что проблемы развития венчурного рынка в России состоят в том, что, во-первых, многие проекты не готовы работать на зачастую монополизированном рынке, поэтому перспективных проектов в секторе B2B практически нет, во-вторых, для рынка характерно относительно небольшое количество выходов, в-третьих, законодательство не приспособлено для инновационного сектора, в особенности в области защиты прав собственности и регулирования взаимоотношений между акционерами, в-четвёртых, не исключено снижение темпов роста вечнурного рынка на фоне ухудшения делового климата в стране, к чему есть определённые предпосылки[[11]](#footnote-11).

**На основании проанализированных комментариев экспертов венчурного рынка можно сделать вывод, что подтверждается исходная гипотеза работы, заключающаяся в том, что венчурный рынок испытывает проблемы, ряд из которых имеет институциональный характер – как-то: отсутствие площадок для взаимодействия между участниками рынка, проблемы недостаточно эффективного регулирования, недостаточная защита прав собственности, затруднённый выход инвесторов из проектов, значительная монополизированность рынка и отсутствие достаточного для дальнейшего роста рынка внутреннего спроса.**

Рассмотрим далее статистику, собранную Центром технологий и инноваций PwC и Российской венчурной компанией. Согласно данной статистике, общая сумма венчурных инвестиций в компании, специализирующиеся на инновационных проектах в сферах ИТ, биотех и промтех в 2013 году составила 653,1 млн долларов (данная цифра близка по значению к аналогичной, указанной в проанализированном выше отчёте Rye, Man & Gor Securities) и сократилась на 28% по сравнению с 911,9 млн долларов в 2012 году, суммарно было произведено 222 венчурные сделки за 2013 год и возросло по сравнению с 188 сделками годом ранее. Число выходов инвесторов возросло с 12 до 21 сделки, а суммарная объём средств, вырученных инвесторами в результате выходов возросла с 372 млн долларов до 2 млрд долларов (необходимо отметить, что эти данные существенно расходятся с аналогичными данными Rye, Man & Gor Securities).

На рисунке ниже представлена российская венчурная экосистема в сравнении за последние два года.

Рисунок 9. Российская венчурная экосистема в 2012 и 2013 годах



*Источник: РВК, Venture Database, RusBase, PwC*

Анализируемая статистика свидетельствует так же о том, что средний объём сделки снизился с 5,6 млн долларов в 2012 году до 3,1 млн долларов в 2013 году. Кроме того, статистика фиксирует дальнейшее снижение числа сделок на посевной стадии с 84 сделок на общую сумму 37,5 млн долларов в 2012 году до 57 сделок на сумму 29,4 млн долларов в 2013 году.

**Таким образом, инвесторы не заинтересованы вкладывать средства в проект на самых ранних его стадиях, поэтому большое значение для дальнейшего развития венчурного бизнеса имеют институты поддержки и финансирования проектов на самых ранних стадиях, содействующие развитию проектов и превращению их в привлекательные с точки зрения инвестирования. Кроме того, позитивное влияние на развитие рынка венчурного капитала будет оказывать развитие институтов, инструментов и возможностей выхода из венчурных проектов.**

Один из экспертов рынка, основатель стартапов DoDocs.ru и MeYou Степан Данилов полагает, что на рынке наблюдается снижение количества венчурных сделок, одной из важных причин которого является недостаточная эффективность государственных институтов развития венчурного рынка, которые потратили значительные объёмы бюджетных средств на создание «информационного шума» в виде конкурсов, мероприятий, аналитики, позитивных статей в СМИ вместо того, чтобы создать связку между инфраструктурой, посевными деньгами и компетенциями. Кроме того, Степан Данилов полагает, что в России до сих пор законодательно не реализована возможность применять инструмент коллективного инвестирования, не существует инструментов простого входа и выхода инвестиций разного объёма, а качество норм о хозяйственных и инвестиционных товариществах показывает свою результативность отсутствием этих товариществ. По словам эксперта, на настоящий момент в России не существует эффективно функционирующего института для содействия в организации нового бизнеса[[12]](#footnote-12).

Ещё один эксперт рынка Кирилл Варламов, директор Фонда развития интернет-инициатив так комментирует состояние российского венчурного рынка: «Венчурный рынок в России пока находится в стадии своего формирования. И можно выделить трёх игроков, которые сегодня активно занимаются его созданием: инвесторы, стартапы и государство в виде институтов развития. Несомненно, на рынке существует недостаток инфраструктурных элементов: бизнес-ангелов, инкубаторов, акселераторов, частных инвесторов. Это не позволяет найти своеобразный баланс в схеме отношений стратап-инвестор, когда привлечение инвестиций зачастую важнее построения бизнеса. Мне кажется, что эту проблему должно решить появление инвесторов ранних стадий, экспертов и менторов начальных стадий, бизнес-ангелов с большим опытом работы и программ акселерации»[[13]](#footnote-13).

**Таким образом, проанализированная статистика и данные опросов экспертов позволяют утверждать, что базовая гипотеза данной работы верна – действительно существует ряд ограничений развития венчурного бизнеса, которые носят институциональный характер и заключаются в недостаточной эффективности трёх перечисленных выше элементов: инфраструктуры сопровождения проектов; законодательства, которое не должно создавать барьеров на пути развития венчурного бизнеса и инновационных проектов; институтов выхода венчурных инвесторов из инновационных проектов.**

# Заключение

Выдвинутая в начале данной работы гипотеза о том, что ряд ограничений развития венчурного бизнеса носят институциональный характер и заключаются в недостаточной эффективности законодательства, инфраструктуры сопровождения проектов и институтов выхода, подтверждается проанализированной статистикой и словами экспертов рынка. На базе проанализированной статистики мы можем утверждать, что объёмы венчурного инвестирования в 2013 году снижаются по сравнению с предыдущим 2012 годом, эксперты констатируют общее ухудшение состояния рынка. Невозможно однозначно утверждать, что исключительно институциональные барьеры препятствуют его дальнейшему развитию, поскольку большое значение имеет общая экономическая ситуация в стране и мире, на венчурный рынок влияет кризис и недостаточный внутренний спрос на инновационные продукты. Однако нельзя отрицать негативное влияние институциональных ограничений на развитие венчурного бизнеса, о чём говорят тенденции рынка и интервью с экспертами.

Проанализировав основные институциональные условия развития венчурного рынка, его нынешнее состояние и тенденции, можно заключить, что при дальнейшем фокусе правительства на поддержку инновационной сферы, при условиях дальнейшего совершенствования законодательства и развития институтов поддержки инновационных компаний, особенно на самых ранних этапах развития, мы можем ожидать в дальнейшем позитивные тенденции в развитии венчурного бизнеса в России.

Таким образом, главным выводом данной работы является подтверждение того факта, что на настоящий момент существует ряд институциональных факторов, препятствующих развитию венчурного бизнеса, которыми являются несовершенство законодательства, отсутствие необходимой инфраструктуры на всех этапах развития компании, а также неразвитость институтов выхода, связанная как с неразвитостью фондового рынка, так и с небольшими объёмами венчурного инвестирования и отсутствием значительной практики инвестирования. Развитие венчурного бизнеса безусловно играет огромную роль в деле диверсификации сырьевой экономики России и повышения её конкурентоспособности на мировом рынке инноваций, поэтому содействие его развитию становится в современных условиях достаточно актуальной задачей.

Несмотря на все проблемы венчурного рынка, мы, тем не менее, наблюдаем расширение венчурной отрасли, увеличение числа секторов, которое привлекают пристальное внимание инвесторов. Растёт число сделок выхода, само число венчурных сделок увеличивается, несмотря на сокращение среднего объёма сделки. Таким образом, при сохранении этих тенденций у венчурного инвестирования в России есть все предпосылки развиваться и в дальнейшем.

# Список источников

**Статистика**

1. «Обзор бизнес-инкубаторов России». Ernst & Young, 2010 г.
2. «MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурных сделок за 2012 год в России», PwC, РВК, 2013 г.
3. «MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурных сделок за 2013 год в России», PwC, РВК, 2014 г.
4. «Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007-2013 годы», EY, РВК, 2014 г.
5. Агамирзян И.Р., РВК, «Рынок венчурных инвестиций: мировые тенденции и российская практика», М. – 2010 г.

**Нормативно-правовые акты**

1. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001, №156-ФЗ (ред. от 25.11.2009), Российская газета №2850 04.12.2001.
2. Федеральный закон «Об инвестиционном товариществе» от 28.11.2011 г. №335-ФЗ, Российская газета №5651 07.12.2011.
3. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «Об инвестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. №336-ФЗ, Российская газета №5651 07.12.2011.
4. Постановление Правительства №516 «О создании Открытого Акционерного Общества «Российская венчурная компания» от 24 августа 2006 года.
5. Постановление Правительства РФ «О создании Открытого Акционерного Общества «Российский Инвестиционный Фонд Информационно-коммуникационных технологий» от 9 августа 2006 г, № 476.
6. Постановление Правительства РФ «О концепции инновационной политики Российской Федерации на 1998 – 2000 гг.» от 24 июля 1998 г. № 832.
7. Постановление Правительства РФ «О Федеральном агентстве по науке и инновациям» от 16 июня 2004 г. N 281.
8. Приказ ФСФР от 20.05.2008, № 08-19/пз-н (ред. от 29.12.2009) «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».
9. Приказ ФСФР от 23.10.2008, N 08-41/пз-н, «Об утверждении Положения «О порядке расчета собственных средств управляющей компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов».
10. Распоряжение Правительства РФ «Об учреждении Венчурного инновационного фонда» от 10 марта 2000 N362-р.

**Монографии**

1. Аммосов Ю. П. Венчурный капитализм, СПб.: РАВИ, 2004.
2. Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестирования. 4-е издание. Пер. с англ. Москва, «Вильямс», 2008.
3. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-бизнес, 1997.
4. Волков А.С. Инвестиционные проекты: от моделирования до реализации. Москва, «Вершина», 2006.
5. Глэдстоун Д., Глэдстоун Л. Инвестирование венчурного капитала. Днепропетровск, «Баланс Бизнес Бук», 2006.
6. Кабашкин В.А. Государственно-частное партнерство: международный опыт и российские перспективы. Москва, «Миц», 2010.
7. Каржаув А.Т., Фоломьёв А.Н. Национальная система венчурного инвестирования. Москва, «Экономика», 2005.
8. Каширин А.И., Семенов А.С. Венчурное инвестирование в России. Москва, «Вершина», 2007.
9. Каширин А.И., Семенов А.С. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование. Москва, «Дело», 2010.
10. Кемпбелл К. Венчурный бизнес: новые подходы. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
11. Котельников В.Ю. Венчурное финансирования от А до Я: как сделать проект привлекательным для инвестора: полное пошаговое руководство. Москва, «Экспо», 2009.
12. Маслов М.П., «Способы выхода из венчурных проектов в России». Сборник научных трудов НГТУ – № 4, 2005 г.
13. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р., Экономика. – М.: Дело, 1993.

**Интернет-источники**

РАВИ <http://www.rvca.ru>

1. РВК <http://www.rusventure.ru>
2. НАБА <http://www.rusangels.ru>
3. Российский венчурный рынок в 2013 году, Еженедельник «IT Weekly» <http://www.it-weekly.ru/analytics/business/60007.html>
4. Почему падает российский венчурный рынок, Slon.ru <http://slon.ru/biz/1076368/>
5. Рейтинг государственной бесполезности, Цукерберг Позвонит <http://siliconrus.com/2014/05/use-less/>

1. РАВИ <http://www.rvca.ru> [↑](#footnote-ref-1)
2. РВК <http://www.rusventure.ru> [↑](#footnote-ref-2)
3. НАБА <http://www.rusangels.ru> [↑](#footnote-ref-3)
4. Обзор бизнес-инкубаторов России. Ernst & Young, 2010 г. [↑](#footnote-ref-4)
5. Деловая газета «Маркер», 2011 <http://marker.ru/news/491668> [↑](#footnote-ref-5)
6. «MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурных сделок за 2012 год в России», PwC, РВК, 2013 г. [↑](#footnote-ref-6)
7. Российский венчурный рынок в 2013 году, Еженедельник «It Weekly»

   <http://www.it-weekly.ru/analytics/business/60007.html> [↑](#footnote-ref-7)
8. «Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007-2013 годы», EY, РВК, 2014 г. [↑](#footnote-ref-8)
9. «Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007-2013 годы», EY, РВК, 2014 г. [↑](#footnote-ref-9)
10. «Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007-2013 годы», EY, РВК, 2014 г. [↑](#footnote-ref-10)
11. «Исследование российского и мирового венчурного рынка за 2007-2013 годы», EY, РВК, 2014 г. [↑](#footnote-ref-11)
12. Российский венчурный рынок в 2013 году, Еженедельник «IT Weekly» <http://www.it-weekly.ru/analytics/business/60007.html> , Рейтинг государственной бесполезности, Цукерберг Позвонит <http://siliconrus.com/2014/05/use-less/> [↑](#footnote-ref-12)
13. «MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурных сделок за 2013 год в России», PwC, РВК, 2014 г. [↑](#footnote-ref-13)