

**О.В. Красовская**

Государственный фонд фундаментальных исследований, Киев

## **ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В РОССИИ И УКРАИНЕ: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И ПУТИ АКТИВИЗАЦИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**



*Проведен сравнительный анализ современного состояния индустрии венчурного капитала в России и Украине с точки зрения его участия в финансировании инновационных проектов. Показано, что украинские венчурные фонды, в отличие от российских, предпочитают финансировать традиционные, а не высокотехнологические сектора экономики. Проведен анализ законодательного обеспечения функционирования венчурной сферы в России и Украине.*

*Ключевые слова: венчурный капитал, фандрайзинг, частный акционерный капитал, венчурный фонд.*

Необходимость участия венчурного капитала в финансовом обеспечении инновационной деятельности сегодня обуславливается двумя основными тенденциями экономического развития большинства стран. С одной стороны, это безальтернативность инновационного пути развития, с другой – ограниченность финансовых ресурсов для его обеспечения. В этой ситуации именно венчурный капитал призван стать альтернативным финансовым источником создания и развития высокотехнологических новинок, способных стать источником интенсивного экономического развития. Это обуславливает актуальность данной статьи, посвященной сравнительному анализу текущего состояния и основных тенденций развития индустрии венчурного капитала в России и Украине в свете общеевропейских тенденций.

В рейтинге привлекательности страны для частного акционерного и венчурного капитала (The Global VC/PE country attractiveness index) Украина в 2013 году занимала 69-е место

среди 118 стран, для которых рассчитывался индекс; место России было несколько выше – 40. Анализируя динамику рейтингов данных стран с 2009 г., когда начал рассчитываться данный индекс, можно сделать вывод, что, несмотря на относительную стабильность рейтинговых позиций России и Украины в 2009–2013 гг. (Россия удерживается в позиции 40 места, Украина – в позиции 60–70), можно говорить об определенном улучшении показателей за счет увеличения количества стран, для которых рассчитывался индекс (если в 2009/2010 г. в рейтинговом списке было 66 стран, то в 2013 там уже 118) [1].

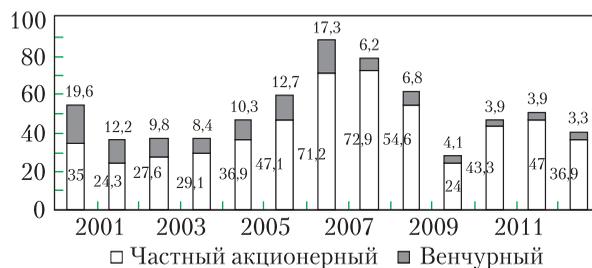
Следует отметить, что рост основных показателей индустрии частного акционерного капитала 2010–2011 гг., как во всей Европе в целом, так и в Центральной и Восточной Европе (ЦВЕ) в частности, сменился достаточно существенным падением в 2012 году. Например, по сравнению с предшествующим годом уровень европейского фандрайзинга снизился на 43 %, достигнув рекордно низкой отметки за последнее десятилетие – 23,6 млрд. евро [2]. В аналогичной степени это касается и снижения объемов инвестиций частного акционерного и

в частности венчурного капитала в странах Европы (рис. 1).

Ситуация в России выгодно отличается от европейских тенденций. Позитивная динамика российского фандрайзинга, начатая в 2009 г., в 2012 продолжилась более высокими темпами. Так, прирост фандрайзинга в России за 2012 г. составил 75 %, увеличившись с 3,8 млрд. дол. США, до 6,7 млрд. [3]. По совокупному объему венчурных инвестиций Россия не только превышает все страны региона ЦВЕ (рис. 2), но и характеризуется достаточно стабильной тенденцией к наращиванию объемов данного вида инвестиций. При этом количество компаний в России, получивших венчурные инвестиции, также превышает совокупный показатель региона ЦВЕ: в 2012 году в РФ венчурные инвестиции получили 136 компаний, тогда как в регионе ЦВЕ – 123 [3, 4]. Но с учетом происшедших за последнее полугодие в России изменений в политической и экономической сферах можно предположить, что темпы развития венчурного сегмента могут значительно снизиться, хотя окончательный вывод в этом отношении возможен не раньше 2015 года.

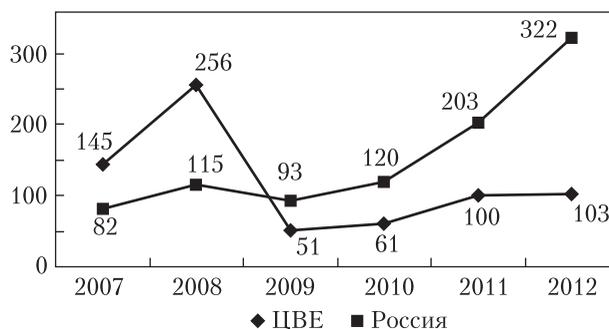
При проведении сравнительного анализа венчурного сегмента в России и Украине мы бы хотели начать с освещения законодательного обеспечения функционирования индустрии венчурного капитала. Как в России, так и в Украине отсутствуют специализированные нормативные документы, посвященные обороту венчурного капитала и деятельности венчурных фондов. Указанный сегмент рынка рассматривается как подсистема институтов совместного инвестирования (ИСИ) и соответствующим образом регламентируется нормативными документами, регулирующими деятельность ИСИ (см., напр., [5, 6, 7]).

Вопрос о необходимости имплементации специализированных нормативных документов, посвященных как индустрии частного акционерного капитала (прямых инвестиций), так и непосредственно венчурному сегменту,



Источник: составлено автором по данным [2].

Рис. 1. Динамика общего объема инвестиций частного акционерного и венчурного капитала в странах Европы в 2000–2012 гг., млрд. евро



Источник: составлено автором по данным [3, 4].

Рис. 2. Динамика общего объема инвестиций частного акционерного капитала в регионе ЦВЕ и в России в 2007–2012 гг., млн. евро

весьма неоднозначен. Эксперты Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ) отмечают [8]: «Прямые инвестиции являются объектом регулирования целого ряда уже существующих правовых норм и не требуют отдельного закона – ибо никакой закон не может ни остановить, ни активизировать инициативу человека, если он не желает быть или, наоборот, планирует стать предпринимателем. Государственная политика должна быть направлена на обеспечение для индустрии прямых инвестиций равных возможностей и условий для честной конкуренции с другими институциональными инвесторами, занятыми в той же области экономической деятельности. ... В венчурной индустрии не существует каких-либо специфических проблем,

решение которых могло бы потребовать принятия специального закона». И если первая часть утверждения не вызывает сомнений, то со второй можно поспорить, если рассматривать его в контексте украинских реалий.

В соответствии с Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [6] управляющие компаний венчурных закрытых паевых инвестиционных фондов нацеливают требования к составу и структуре активов фонда на инвестирование средств пайщиков прежде всего в хозяйственные непубличные общества, акции которых не обращаются ни у одного из организаторов торгов. В украинском же законодательстве этот аспект не учитывается. Согласно [7], венчурный фонд – это недиверсифицированный ИСИ закрытого типа, который осуществляет исключительно частное (закрытое) размещение ценных бумаг ИСИ среди юридических и физических лиц, то есть для венчурных фондов, функционирующих в Украине, совершенно необязательным является вложение средств во внелистинговые компании. На практике это привело к абсолютно неконтролируемому и неоправданному увеличению в стране количества так называемых *венчурных фондов*, которые составляют львиную долю всех украинских институтов совместного инвестирования. Так, если в 2003 г. в Украине насчитывалось всего 6 ИСИ, 3 из которых были венчурными фондами, то в 2008 г. их стало уже 888, и 636 из них (71,6 %) – венчурные фонды. После мирового кризиса 2008–2009 гг. общее количество украинских ИСИ продолжает увеличиваться, хоть и не такими астрономическими темпами, при этом доля венчурных фондов также продолжает возрастать. По данным Украинской ассоциации инвестиционного бизнеса (УАИБ) по состоянию на 31.12.2012 г. в Украине количество ИСИ составило 1222, при этом 973 – это непосредственно венчурные фонды [9], т.е., как это ни парадоксально, по их количеству Украина не отстает от всей Европы, вместе взятой, и значи-

тельно превышает показатели России. Так, по оценкам экспертов РАВИ, в 2012 г. число фондов частного акционерного капитала (прямых инвестиций) в России составило 247 фондов, из которых 155 – непосредственно венчурные фонды [3].

Возникает логичный вопрос – действительно ли все украинские фонды являются венчурными, т. е. финансируют ли они высокорисковые проекты на начальных стадиях их создания и реализации. Как оказалось, ответить на этот вопрос достаточно сложно, ведь УАИБ агрегирует данные для тех ИСИ, которые достигли нормативов, установленных Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку касательно минимального размера активов по следующим показателям:

- ✦ динамика основных видов ИСИ и их региональное распределение;
- ✦ стоимость и структура как общих, так и чистых активов ИСИ;
- ✦ доходность ИСИ;
- ✦ структура инвесторов ИСИ, при этом инвесторы классифицируются исключительно по двум признакам: *резидентность* (резиденты, нерезиденты) и *субъектность* (физические и юридические лица).

То есть официальная статистика по отраслевой направленности инвестиций украинских ИСИ вообще и венчурных фондов в частности не ведется. Опосредованно сделать вывод о сферах вложения средств ИСИ можно по структуре их активов.

Наибольший удельный вес в структуре активов ИСИ у всех видов фондов (кроме венчурных) занимают ценные бумаги, что позволяет владеющими ими ИСИ принимать участие в управлении компаниями (см. таблицу). У венчурных же фондов около 60 % всех активов составляют «другие активы», что еще больше усложняет анализ их деятельности. Кроме того, вложение средств в недвижимость осуществляется именно венчурными фондами, чего в идеале не должно происходить.

Еще одним способом опосредованно характеризовать структуру инвестиционного портфеля украинских ИСИ является анализ перечня наиболее часто встречающихся ценных бумаг у их держателей. Так, по состоянию на 31.12.2011 г. в портфелях ИСИ по совокупной стоимости ценных бумаг лидируют следующие компании:

1. ООО «ВИЗАРД ИНВЕСТ» (нет информации о сфере деятельности);
2. АО «МНПК "Веста"» (производство электrorаспределительной и контрольной аппаратуры; гальванических элементов (электрических аккумуляторов и первичных элементов);
3. ООО «Станиславская торговая компания» (ликеро-водочный завод);
4. ОАО «Лебединская специализированная колона №11» (газопроводные работы, монтаж технического оборудования, сантехнические и электромонтажные работы);
5. ПАО «Городские Инвестиции» (строительство, финансовое посредничество);
6. ПАО «ОБК "Офал"» (строительство);
7. ОАО «Украинская инновационно-финансовая компания»;
8. ООО «Фоззи Фуд» (производство хлеба и хлебобулочных изделий, кондитерских изделий, оптовая торговля напитками, розничная торговля в неспециализированных магазинах преимущественно продуктами питания, напитками и табачными изделиями);
9. ООО «ТЖК "Киевский"» (торгово-жилой комплекс);

10. ЧАО «НЕО ВИТА» (строительство) [10].

Интересный факт – в открытом доступе нет информации о сфере деятельности компании ООО «ВИЗАРД ИНВЕСТ», чьи ценные бумаги наиболее популярны по совокупной стоимости в портфелях ИСИ. Следовательно, говорить об участии украинских институтов совместного инвестирования вообще и венчурных фондов в частности в финансовой поддержке инновационной деятельности достаточно проблематично, несмотря на то, что украинскими ИСИ накоплен значительный объем финансовых ресурсов (по экспертным данным УАИБ совокупность активов ИСИ в Украине достигает 10 % номинального объема ВВП страны).

Более конкретные данные о секторальной направленности инвестиций частного акционерного капитала в Украине можно получить из официальных данных Европейской ассоциации частного акционерного и венчурного капитала (ЕАВК). Так, по данным отраслевой статистики, общий объем инвестиций частного акционерного капитала в Украину в 2012 г. составил 67 млн. евро, что несколько выше показателя предыдущего года (60 млн. евро), но существенно отстает от показателя 2010 г. – 94,3 млн. евро.

Весь объем инвестиций был направлен в ограниченное количество компаний. Всего в 2012 г. инвестиции получили 5 фирм (в 2011 – 9), что может свидетельствовать об определенном укрупнении вложений. Инвестиции на-

Структура активов украинских ИСИ по типам фондов в 2011–2012 гг., %

Вид ИСИ	Денежные средства и депозиты		Ценные бумаги		в т.ч. акции		в т.ч облигации предприятий		Другие активы		Недвижимость	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Открытые	28,6	30,5	62,5	55,7	29,6	21,2	10,4	10,7	8,2	12,7	0,0	0,0
Интервальные	23,3	14,8	68,0	74,8	55,8	61,1	9,0	9,8	7,7	9,8	0,0	0,0
Закрытые (невенчурные)	6,7	6,3	60,1	58,2	47,8	43,1	5,9	6,4	32,4	34,2	0,3	0,2
Венчурные	3,5	2,2	31,2	31,2	10,1	11,5	8,0	7,1	62,7	64,1	2,6	2,5

Источник: составлено автором по данным [9].

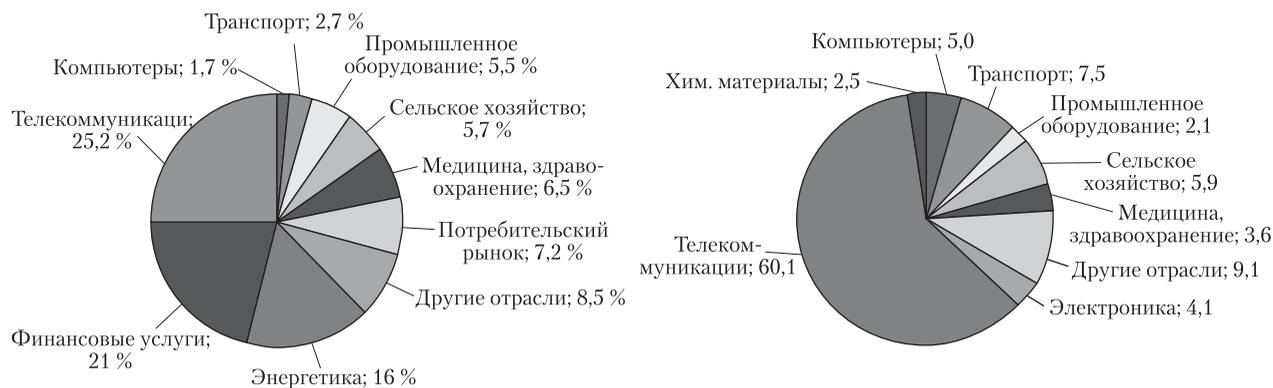


Рис. 3. Отраслевое распределение инвестиций частного акционерного и венчурного капитала в России, 2012 г.

правлялись преимущественно в сферу коммуникаций, компьютеров и потребительской электроники, потребительские товары и розничную торговлю, сельское хозяйство, финансовые услуги, науки о жизни. Следует отметить и то, что сделок, осуществленных непосредственно на венчурных стадиях, в промышленной статистике зафиксировано не было. Благодаря тому, что в 2012 г. в компьютерную отрасль было направлено 17,5 % всех инвестиций частного акционерного капитала, это увеличило общую долю инвестиций в сектор *хай-тек* до 14,7 % от общего объема данного вида инвестиций, тогда как в 2009–2011 гг. этот показатель не превышал 4 % [2]. При этом индустрия информационно-коммуникационных технологий развивается в Украине достаточно активно: страна входит в число ведущих стран по распространению и передаче информационных технологий [11].

По данным рыночной статистики, в отличие от отраслевой, в 2009–2012 гг. в Украине были инвестиции, осуществленные непосредственно на венчурных стадиях. Например, в 2011 г. две компании получили инвестиции на поздней венчурной стадии на общую сумму 3266 тыс. грн. (из них 2552 тыс. получила компания отрасли «компьютеры и потребительская электроника», 714 тыс. грн. — инвестировано в фирму, представляющую сектор «энергия и окружающая среда»). В 2012 г. 1557 тыс. евро получила компания, также находящаяся на поздней вен-

чурной стадии и работающая в секторе «компьютеры и потребительская электроника». Различие в данных рыночной и отраслевой статистики в пользу венчурного сегмента может частично объясняться тем, что непосредственно венчурные инвестиции за анализируемый период осуществлялись внешними инвесторами [2].

Таким образом, с точки зрения европейской статистики в Украине имеют место отдельные точечные примеры венчурных инвестиций, что, по нашему мнению, вполне соответствует реальной картине.

Для России возможно проводить достаточно достоверный анализ функционирования венчурных фондов, поскольку РАВИ агрегирует данные, сопоставимые с европейскими показателями инвестиционной активности венчурных фондов. Так, по официальным данным РАВИ совокупный объем зафиксированных инвестиций частного акционерного капитала в России в 2012 г. составил 4151 млн. дол., из которых на венчурные инвестиции пришлось менее 10 % (397 млн. дол.). При этом по числу профинансированных компаний безоговорочным лидером остаются именно «венчурные стадии» — более чем две трети зафиксированных инвестиций в отчетном периоде (136 из 194 компаний).

Как видно из рис. 3, около четверти всех инвестиций частного акционерного капитала в России в 2012 г. было направлено в сектор коммуникаций, на 2-м месте — финансовые услуги

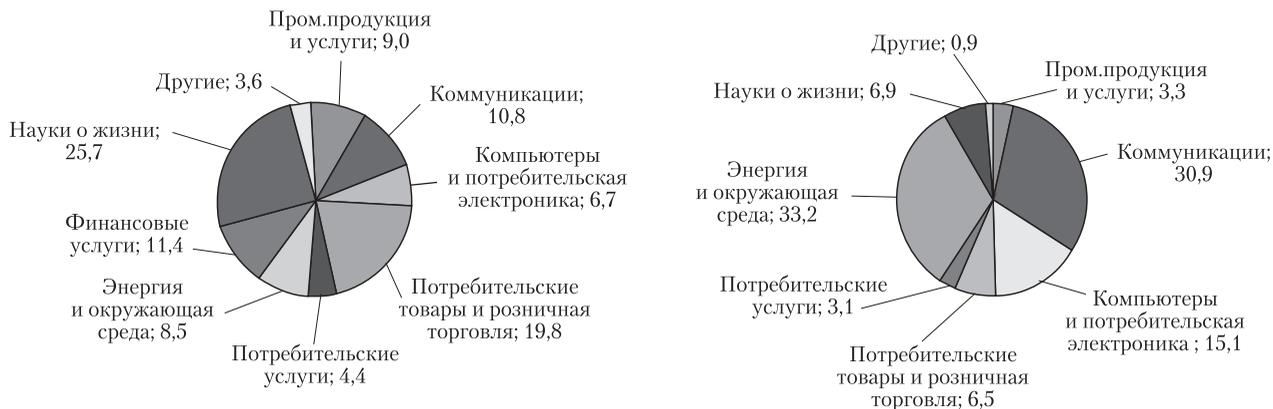


Рис. 4. Отраслевое распределение инвестиций частного акционерного и венчурного капитала в регионе ЦВЕ, 2012 г.

(доля этих секторов составила около 50 % всех инвестиций). Логично, что венчурные инвестиции в большей степени ориентированы на финансирование высокотехнологических отраслей – только на долю телекоммуникационного сектора пришлось около 60 % всех венчурных инвестиций. Кроме того, доля компаний данного сектора, получивших венчурные инвестиции, составила 55 % (75 из 136 компаний).

Сравнивая отраслевой разрез российских инвестиций с ситуацией в регионе ЦВЕ, можно сделать вывод о том, что российские инвестиции в большей степени ориентированы на поддержку высокотехнологических отраслей (рис. 4), что положительно характеризует венчурный сегмент России.

Таким образом, проведенный анализ позволяет сделать следующие выводы:

1. Российский рынок частного акционерного и венчурного капитала развивается достаточно высокими темпами, при этом падение показателей, присущее европейским странам, для России не характерно.

2. Отсутствие в Украине сопоставимой с европейскими показателями статистики по деятельности институтов совместного инвестирования вообще и венчурных фондов в частности значительно усложняет анализ эффективности функционирования венчурной индустрии. Кроме не инновационных направлений инвестиций венчурных фондов в Украине на развитие и ис-

пользование венчурного капитала в качестве финансового источника инноваций отрицательно влияют следующие факторы:

- ✦ отождествление понятий «венчурный» и «частный акционерный капитал», которое происходит в Украине, в то время как венчурный капитал является лишь составляющей частью частного акционерного капитала.
- ✦ несовершенство законодательной базы, а именно отсутствие закона о венчурной деятельности. (Регламентация венчурной деятельности исключительно законом Украины «Об институтах совместного инвестирования», по нашему мнению, недопустима. Несмотря на то, что в США и странах ЕС венчурный капитал прекрасно функционирует и без надлежащего законодательного оформления, мы считаем, что в Украине четкость в определении понятий в данной сфере крайне важна, поскольку, как мы уже отмечали выше, часто «венчурными» называются фонды, занимающиеся инвестированием в недвижимость и сферу финансовых услуг. Кроме того, законодательное закрепление основных понятий венчурной сферы позволит в дальнейшем наладить адекватное статистическое отображение ее функционирования. Следует отметить, что в Украине, также как и в России, были попытки введения в правовое поле специальных нормативных документов, регулирующих функцио-

нирование венчурной индустрии, но они не были реализованы на практике);

- ✦ отсутствие «фонда фондов». (Положительным примером в этом отношении может служить опыт Российской венчурной компании. В Украине же Национальная венчурная компания до сих пор не создана, несмотря на то, что подготовительная работа по ее созданию, включая разработку проекта устава, была выполнена Государственным агентством Украины по вопросам науки, инноваций и информатизации еще в 2011 г.).

Сегодня рынок совместного инвестирования в Украине развивается достаточно быстрыми темпами, большая часть этого рынка принадлежит именно венчурным фондам, а соответственно и венчурному инвестированию. К сожалению, на сегодняшний день инвестиции венчурных фондов не стопроцентно являются «венчурными», ведь вкладываются они не в высокотехнологические инновационные отрасли, а в традиционные, но, по крайней мере, их существование и динамичное развитие следует считать позитивом.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. *The Global VC/PE country attractiveness index 2013* // Электронный ресурс. – Режим доступа: <http://blog.iese.edu/vcpeindex/>.
2. *EVCA Yearbook 2013* // Электронный ресурс. – Режим доступа: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=6392>.
3. *Обзор рынка. Прямые и венчурные инвестиции в России 2012 г.* // Электронный ресурс. – Режим доступа: [http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA\\_yearbook\\_2013\\_Russian\\_PE\\_and\\_VC\\_market\\_review\\_2012\\_ru.pdf](http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA_yearbook_2013_Russian_PE_and_VC_market_review_2012_ru.pdf).
4. *EVCA Central and Eastern Europe statistic 2012* // Электронный ресурс. – Режим доступа: <http://www.evca.eu/publications/PBCEE12.pdf>.
5. *Федеральный закон от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»* // Электронный ресурс – Режим доступа: <http://duma.consultant.ru/page.aspx?699431>.
6. *Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов от 8 февраля 2007 г. № 07-13/пз-н* // Электронный ресурс. – Режим доступа: <http://base.garant.ru/12124999/6/>.

7. *Закон Украины «Про институты совместного инвестирования» (паевые и корпоративные инвестиционные фонды)* от 15.03.2001 № 2299-III // Электронный ресурс. – Режим доступа: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2299-14>. Новая версия: Закон Украины «Про институты совместного инвестирования» от 05.07.2012 № 5080-VI. Электронный ресурс. – Режим доступа: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.
8. *Правовая среда венчурной деятельности в Российской Федерации* // Электронный ресурс. – Режим доступа: [http://www.rvca.ru/upload/files/lib/pravo\\_vaya\\_sreda\\_venchurnoy\\_deyatelnosti.pdf](http://www.rvca.ru/upload/files/lib/pravo_vaya_sreda_venchurnoy_deyatelnosti.pdf).
9. *Аналітичний огляд ринку спільного інвестування в Україні за 2012 рік* // Электронный ресурс. – Режим доступа: [http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ\\_ici\\_quart/182563.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/182563.html).
10. *Аналітичний огляд ринку спільного інвестування в Україні за 2010 рік* // Электронный ресурс. – Режим доступа: [http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ\\_ici\\_quart/142257.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/142257.html).
11. *Exploring Ukraine. IT Outsourcing industry 2012* // Электронный ресурс. – Режим доступа: <http://hi-tech.org.ua/wp-content/uploads/2012/08/Exploring-Ukraine-IT-Outsourcing-Industry-20121.pdf>.

*О.В. Красовська*

#### ВЕНЧУРНИЙ КАПІТАЛ В РОСІЇ ТА УКРАЇНІ: ПОТОЧНИЙ СТАН ТА ШЛЯХИ АКТИВІЗАЦІЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Здійснено порівняльний аналіз сучасного стану індустрії венчурного капіталу в Росії та Україні з точки зору його участі у фінансуванні інноваційних проектів. Показано, що українські венчурні фонди, на відміну від російських, надають перевагу фінансуванню традиційних, а не високотехнологічних секторів економіки. Проведено аналіз законодавчого забезпечення функціонування венчурної сфери в Росії і Україні.

*Ключові слова:* венчурний капітал, фандрайзинг, приватний акціонерний капітал, венчурний фонд.

*Olha Krasovska*

#### VENTURE CAPITAL IN RUSSIA AND UKRAINE: CURRENT TRENDS AND WAYS OF STRENGTHENING

Venture industry in Russia and Ukraine is analyzed from the point of view of its ability to be the source of innovation projects financial support. It is shown that Ukrainian venture funds more often than Russian funds prefer to finance traditional economic sectors and do not tend to invest money in high-techs sphere. Comparative analysis of the legislative framework in Ukraine and Russia is also made in the paper.

*Key words:* venture capital, private equity, fundraising, venture fund.