

Правовой аспект

подчеркивается, что определение глубины проведения ОРВ должно начинаться на ранней стадии, когда лица, определяющие политику, оценивают проблему – возможно, даже до рассмотрения необходимости вмешательства – и определяют регуляторные и нерегуляторные альтернативы⁴. Необходимость анализа различных вариантов регулирования, в том числе нерегуляторных (non-regulatory) вариантов удовлетворения потребностей граждан и бизнеса, отмечена в докладе ОЭСР «Лучшие регуляторные практики Европейского Союза 2022»⁵, посвященном рассмотрению практики проведения ОРВ, публичных консультаций и оценки фактического воздействия в государствах-членах Европейского союза.

Сравнительный анализ пояснительной записки и заключения об ОРВ, требования к которым сформулированы в Положении, показывает, что различаются указанные документы незначительно. Так, срок публичных консультаций указывается только в пояснительной записке. В заключении об ОРВ должна содержаться (1) информация о наличии либо отсутствии в проекте акта положений, вводящих избыточные обязанности, запреты и ограничения для субъектов регулирования, а также (2) обоснование необходимости и достаточности регулирования правовых отношений установленным в проекте акта способом (в том числе с учетом анализа альтернативных вариантов регулирования, предложенных в ходе публичного обсуждения). Остальные сведения, указываемые в пояснительной записке и в заключении об ОРВ, являются общими для обоих документов.

В приложении к Рекомендации Совета по повышению качества государственного регулирования (1995)⁶ приведен перечень основных вопросов (Reference Checklist for Regulatory Decision-making), необходимых для разработки и внедрения лучших регуляторных практик:

- 1) правильно ли определена проблема;
- 2) оправдано ли государственное вмешательство;
- 3) является ли регулирование наилучшей формой государственного вмешательства;
- 4) есть ли правовая основа регулирования;

- 5) правильно ли определен уровень государственного вмешательства;
- 6) оправдывают ли преимущества регулирования возможные затраты, связанные с его исполнением;
- 7) является ли прозрачным распределение издержек и выгод между различными социальными группами;
- 8) является ли регулирование ясным, последовательным, понятным и доступным субъектам регулирования;
- 9) все ли заинтересованные стороны имели возможность изложить свою позицию относительно предлагаемого регулирования;
- 10) каким образом будет достигаться соответствие регулированию.

Указанные вопросы используются в государствах-членах ОЭСР в целях повышения качества принимаемых решений, в том числе обеспечивают обновление правовой и фактической базы регулирования, упорядоченность и предсказуемость принимаемых решений и повышают уровень прозрачности нормотворчества [Carroll, 2010. P. 113–122; Kirkpatrick, Parker, 2004. P. 333–344]. Если сравнить приведенный выше перечень вопросов с требованиями Положения по наполнению пояснительной записки и заключения об ОРВ, можно увидеть, что большинство из этих вопросов в указанных документах отсутствуют. Так, при проведении ОРВ проекта акта Банка России разработчик не анализирует альтернативные варианты регулирования, не оценивает ясность, доступность, понятность предлагаемого регулирования, не указывает меры, благодаря которым будет обеспечено соответствие требованиям, не указывает правовые основания регулирования, не оценивает распределение выгод и издержек регулирования между различными субъектами.

Заключение

Проведенный анализ правового регулирования ОРВ проектов актов Банка России показывает, что действующее регулирование не в полной мере отвечает принципам, закрепленным в Рекомендациях ОЭСР, касающихся регуляторной политики и инструментов «умного регулирования». Процедура ОРВ, реализованная в Банке России, содержит ряд существенных недостатков: предмет ОРВ – перечень актов, подлежащих ОРВ, – не определен, что не позволяет говорить о соблюдении или несоблюдении принципа пропорциональности; процедуру ОРВ можно «обойти» при наличии решения председателя Банка России; сроки проведения публичных обсуждений проекта акта и пояснительной записки к нему могут варьироваться на основании непрозрачных критериев; проведение ОРВ и оценка его

4 A closer look at proportionality and threshold tests for RIA: Annex to the OECD Best Practice Principles on Regulatory Impact Assessment, 2020. https://www.oecd.org/regreform/Proportionality-and-threshold-tests-RIA.pdf?_ga=2.141533938.1380356298.1657191974-1934142046.1657030584

5 Better Regulation Practices across the European Union 2022. https://www.oecd-ilibrary.org/governance/better-regulation-practices-across-the-european-union-2022_6e4b095d-en

6 Recommendation of the Council on Improving the Quality of Government Regulation. 1995. <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0278>

РАЗВИТИЕ УСТОЙЧИВОГО ДОЛЕВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ ПОДДЕРЖКИ РОССИЙСКОЙ ИНДУСТРИИ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

Анастасия Вячеславовна Ерохина^а

DOI: 10.22394/2070-8378-2023-25-1-31-40

Леонид Петрович Синютин^а

^а Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации

Аннотация: В статье выдвинута гипотеза о благоприятном влиянии финансирования достижений Целей устойчивого развития на VC-индустрию. Характеристики венчурного капитала сами по себе подходят под философию устойчивого развития благодаря долгосрочности вложений, а также социальной роли, которую они в себе несут. В свою очередь, ESG позволяет учитывать потенциальные экономические риски, связанные с VC. В данном контексте важно отметить, что динамично меняющиеся факторы внешней и внутренней среды организаций и неустойчивый рынок ESG-финансирования приводят к тому, что без государственной поддержки реализация таких проектов затруднительна. В России меры поддержки включают в себя ряд законопроектов по предоставлению преференций компаниям, занимающимся проектами устойчивого развития. Развитие отечественного долевого ESG-финансирования станет дополнительной поддержкой для предпринимательства в России. Авторы работы пришли к выводу, что государственная поддержка и частные инвестиции в доленое ESG-финансирование на ранних стадиях развития отечественных компаний будут способствовать росту объемов российской VC-индустрии.

Ключевые слова: устойчивое развитие, инвестиции в инновации, венчурный капитал, экологическое, социальное и корпоративное управление (ESG), доленое и долговое финансирование

Дата поступления статьи в редакцию: 11 января 2023 года.

DEVELOPMENT OF SUSTAINABLE EQUITY FINANCING TO PROMOTE THE RUSSIAN VENTURE CAPITAL INDUSTRY

RESEARCH ARTICLE

Anastasia V. Erokhina^a

Leonid P. Sinyutin^a

^a Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation;

Abstract: The authors proposed that the development of financing associated with achieving the Sustainable Development Goals will favorably affect the VC industry in our country. The characteristics of venture capital fit perfectly into the philosophy of sustainable development because of the long-term nature of the investment and the social role that comes with it. At the same time, ESG allows you to address the potential economic risks associated with VC. Given this context, the rapidly changing factors of the external and internal environment of the organizations and the unstable ESG financing market make it challenging to implement such projects without state support. In Russia, such support measures include a range of laws to give preferential treatment to companies engaged in sustainable development projects. The development of domestic ESG financing will be an additional incentive for entrepreneurship in Russia. The authors concluded that at the early stages of domestic companies' development, state support and private investment in ESG equity financing would facilitate the growth of the Russian VC industry.

Keywords: sustainable development, investment in innovation, venture capital, environmental, social, and corporate governance (ESG), equity and debt financing

Received: January 11, 2023.

Введение

Венчурный капитал (VC) – это капитал, который используется для финансирования инновационных частных предприятий на их начальных стадиях развития (посевная, начальная, ранняя)¹. Венчурный капитал, относящийся к сфере прямых инвестиций (private equity), является одним из инструментов для альтернативных инвестиций, несет в себе высокую потенциальную доходность и сопоставимый риск от финансирования венчурных проектов.

По оценке McKinsey & Company, объем активов под управлением (AUM) в индустрии венчурного капитала составил 1,8 трлн долл. по итогам первого полугодия 2021 года. Объем VC-активов за обозреваемый период достиг 18,6 % от объема международных рынков частного капитала (в первом полугодии 2020 года составил 16,9 %). AUM венчурного капитала продемонстрировал рост в 47,3 % г-к-г в первом полугодии 2021 года².

Прогресс в международной венчурной индустрии происходит вместе с постепенной интеграцией логики устойчивого развития в корпоративную и государственную сферы деятельности. За последние несколько лет инвестиции в экологию, социальную сферу и корпоративное управление (ESG) выросли, поскольку инвесторы осознали, что определенные аспекты деятельности бизнеса являются и экономическими факторами в долгосрочной перспективе. Постепенно наличие у компаний долгосрочной ESG-стратегии переходит из категории передовой практики в разряд необходимого инструмента управления.

Капиталовложения в проекты с плохо выстроенной корпоративной культурой, высокими экологическими и социальными рисками становятся менее привлекательными, так как высокий риск не соответствует ожиданиям по экономическим выгодам от такого вложения в долгосрочной перспективе. По оценкам экспертов PwC, мировой объем всех ESG-активов под управлением (альтернативные инвестиции (private markets), инвестиционные мандаты (mandates), паевые инвестиционные фонды (mutual funds)) вырастет на 84,2 % – до 33,9 трлн долл. к 2026 году (доля ESG-активов в общем AUM вырастет с 14,4 % в 2021 году до 21,5 % до 2026 года). При этом прогнозируется рост ESG-активов на рынке частного капитала (в состав ко-

торого входит венчурный капитал) до 2,7 трлн долл. к 2026 году (+145,5 % с 2021 года)³.

Россия является страной с развивающейся экономикой, где наблюдается снижение активности венчурного финансирования с 2019 года. Объемы инвестиций и количество проведенных VC-сделок уменьшились за этот период, несмотря на позитивную динамику венчурной индустрии в мире. При этом в стране набирает популярность заемное устойчивое финансирование компаний в виде «зеленых» облигаций и прочих долговых инструментов.

Авторы данной статьи выдвинули гипотезу, согласно которой развитие ESG-финансирования в Российской Федерации благодаря государственной поддержке существенно повлияет на рост количества сделок в сфере отечественного венчурного капитала и послужит стимулом для развития российского инновационного предпринимательства, что благоприятно отразится на VC-индустрии в нашей стране.

Для того чтобы протестировать вышеописанную гипотезу, необходимо проделать соответствующую работу: 1) провести сравнительный анализ объемов венчурного финансирования в России и в иностранных юрисдикциях; 2) дать оценку совместимости VC с инструментами устойчивого финансирования; 3) проанализировать ESG-инвестиции в России и за рубежом; 4) дать характеристику венчурному капиталу как ESG-инструменту; 5) провести оценку действующих государственных инициатив в сфере устойчивого развития.

В целях объективного анализа количественной и качественной информации по теме исследования привлекался ряд российских и иностранных научных работ, а также некоторые аналитические источники.

Мировой опыт венчурного инвестирования

Азия возглавляет мировой рейтинг с VC-активами в 830 млрд долл. (на нее приходится 45,4 % от общего AUM). На втором месте находится Северная Америка (41,4 % – доля AUM). На Европу и остальные регионы приходится 8,7 и 4,5 % активов соответственно⁴.

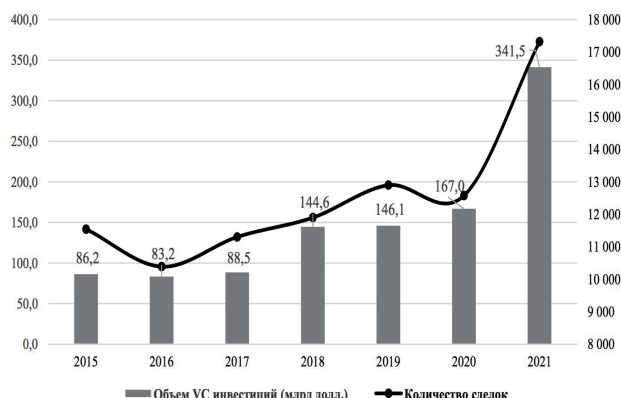
Рассмотрим динамику венчурной индустрии трех субъектов с самым крупным притоком инвестиций: США, Китай и Европа. По итогам 2021 года капиталовложения в венчурные проекты в США выросли на

1 Обзор российского рынка венчурных инвестиций за 2021 год. РАВИ. 2022. <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2021-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

2 McKinsey's Private Markets Annual Review. McKinsey & Company. 2022. <https://www.mckinsey.com/K/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2022/mckinseys-private-markets-annual-review-private-markets-rally-to-new-heights-vf.pdf>

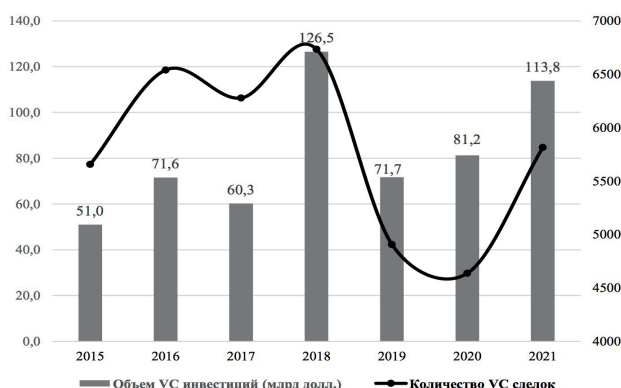
3 Asset and wealth management revolution 2022. Exponential expectations for ESG. <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/assets/pdf/pwc-awm-revolution-2022.pdf>

4 McKinsey's Private Markets Annual Review. McKinsey & Company. 2022. <https://www.mckinsey.com/K/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2022/mckinseys-private-markets-annual-review-private-markets-rally-to-new-heights-vf.pdf>

Рисунок 1. Объем инвестиций и количество венчурных сделок в США**Figure 1. The volume of investments and the number of VC deals in the U.S.**

Источник: Venture Monitor Q2 2022. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q2_2022_PitchBook-NVCA_Venture_Monitor.pdf

Source: Venture Monitor Q2 2022. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q2_2022_PitchBook-NVCA_Venture_Monitor.pdf

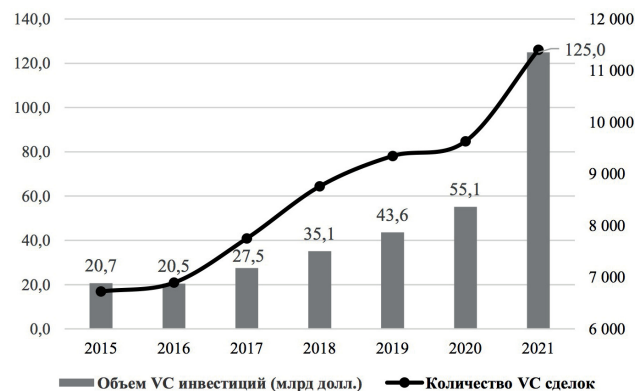
Рисунок 2. Объем инвестиций и количество венчурных сделок в Большом Китае**Figure 2. The volume of investments and the number of VC deals in Greater China**

Источник: Greater China Venture Report H2 2021. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/H2_2021_Greater_China_Venture_Report.pdf

Source: Greater China Venture Report H2 2021. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/H2_2021_Greater_China_Venture_Report.pdf

104,5 % г-к-г и составили 341 млрд долл. В 2021 году было проведено 17 322 венчурные сделки (+37,7 % г-к-г) (рисунк 1).

Китай является самым крупным субъектом в азиатском регионе по объему инвестиций в VC. В

Рисунок 3. Объем инвестиций и количество венчурных сделок в Европе**Figure 3. The volume of investments and the number of VC deals in Europe**

Источник: European Venture Report Q2 2022. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q2_2022_European_Venture_Report.pdf

Source: European Venture Report Q2 2022. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q2_2022_European_Venture_Report.pdf

2021 году было проведено 5 815 венчурных сделок (+40,1 % г-к-г), их доленое финансирование составило 113,8 млрд долл. (+25,4 % г-к-г) (рисунк 2).

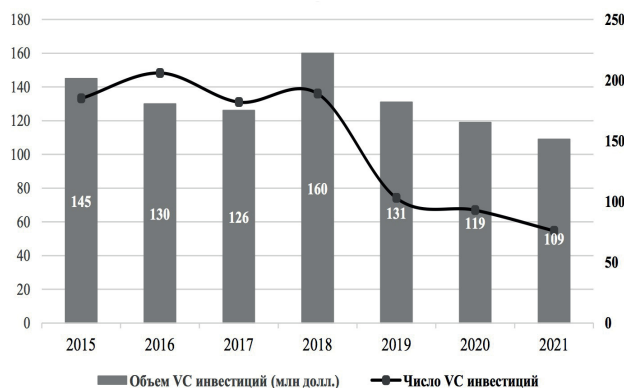
В Европе в 2021 году был зафиксирован рекордный рост объема венчурных инвестиций в 126,7 % г-к-г. За этот период было вложено 125 млрд долл.⁵ через 11 406 сделок (рисунк 3).

Точная статистика, характеризующая объем венчурных инвестиций, одновременно являющихся инвестициями, связанными с Целями устойчивого развития, отсутствует. При этом мы можем оценить пересечение VC- и ESG-инвестиций на основе иных данных, предоставленных инвесторами. Согласно оценке Европейского инвестиционного фонда (ЕИФ), большее количество инвесторов рассматривают ESG для принятия инвестиционных решений в сфере венчурного капитала. Так, 73 % опрошенных ЕИФ венчурных институциональных инвесторов считают ESG важным аспектом для VC-сделок, при этом доля индивидуальных венчурных инвесторов (бизнес-ангелов), которые рассматривают модель устойчивого развития в качестве одной из самых важных составляющих при выборе венчурных компаний для вложений, составляет 62 % [Botsari, Lang, 2020. P. 19].

Также стоит отметить, что количество институциональных инвесторов, учитывающих факторы ESG в своих инвестиционных решениях, продолжает расти

5 Euro foreign exchange reference rates US dollar (USD). https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html

Экономика и жизнь

Рисунок 4. Объем инвестиций и количество венчурных сделок в России**Figure 4. The volume of investments and the number of VC deals in Russia**

Источник: Обзор российского рынка венчурных инвестиций за 2021 год. РАВИ. 2022. <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2021-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

Source: Russian Venture Capital Market Review 2021. RAVI. 2022. <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2021-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

по всему миру. В Европе в прошлом году вступил в силу первый набор правил ЕС по раскрытию информации об устойчивом финансировании, обязывающий участников финансового рынка раскрывать соответствующую корпоративную информацию. По итогам 2021 года более 3 500 инвестиционных управляющих подписали поддерживаемые ООН «Принципы ответственного инвестирования» (Principles for Responsible Investment / PRI), продемонстрировав приверженность к ESG. Около 85 % опрошенных компаний по управлению активами заявили, что ESG является для них высоким приоритетом, а для управляющих активами в США эта доля достигла 94 %⁶.

Следовательно, можно сделать вывод о том, что на Западе доля ESG-инвестиций от общего объема вложений в венчурный капитал составляет более 60 % ежегодно. При этом ожидается, что эта доля будет постепенно увеличиваться за счет дальнейшего распространения глобальной ESG-повестки.

Венчурное инвестирование в России

Российская индустрия венчурного капитала находится на относительно раннем этапе развития в сравнении с ее аналогами в развитых и развивающихся странах. Началом венчурной деятельности на территории Рос-

сийской Федерации можно обозначить 1993 год, когда Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) начал финансирование программы развития Региональных фондов венчурного капитала на территории России [Марголин, Синютин, 2022. С. 48].

По итогам 2021 года инвестиции в венчурный капитал в Российской Федерации упали на -8,4 % г-к-г – до 109 млн долл. Количество реализованных сделок сократилось до 76 транзакций (-18,3 % г-к-г) (**рисунок 4**). В России за 2015–2021 годы средний чек венчурной сделки составил около 1 млн долл. (в Китае – 14,3 млн долл., в США – 11,4 млн долл., в Европе – 5 млн долл.). Следовательно, можно сделать вывод о том, что российская венчурная индустрия находится ближе всего к европейской VC-индустрии по среднему объему транзакций. Для развития венчурной индустрии в России нужно проводить большее количество сделок по примеру Европы, где ежегодно наблюдается их прирост (**рисунок 3**). Этому могут способствовать в том числе потенциальные государственные субсидии в виде «ESG-стартап-грантов» для стимулирования отечественного устойчивого предпринимательства.

По итогам 2021 года российская индустрия информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) привлекла большую часть финансирования (79 % от объема инвестиций в VC), цифровизация экономики является одним из основных драйверов для развития сектора. Промышленные технологии и биотехнологии (медицина) занимают 12 и 4 % в портфеле венчурного инвестора в Российской Федерации за аналогичный период соответственно.

Из-за того, что в России ESG-повестка, как и индустрия венчурного капитала, находится на более ранней стадии развития, чем на Западе, можно предположить, что не все российские инвесторы рассматривают ESG-факторы при выборе потенциальных активов. Эта позиция подтверждается некоторыми экспертами, которые утверждают, что ESG-показатели не являются ключевыми факторами для принятия инвестиционных решений для большинства инвесторов в Российской Федерации⁷. При этом популярность заемных ESG-инвестиций среди компаний-эмитентов и инвесторов демонстрирует, что интерес в устойчивом инвестировании присутствует. Ожидается, что государственная финансовая поддержка проектам, сфокусированным на устойчивом развитии, и постепенный переход к низкоуглеродной экономике будут способствовать дополнительному стимулированию VC-индустрии в России [Марголин, Синютин, 2022. С. 62]. Поэтому у индустрии венчурного капитала в Российской Федерации есть существенный потенци-

6 IIA Survey Points to Continued Strong Growth for ESG Assets, Key Role for ESG Indices. Index Industry Association (IIA) poll. 2021. <https://qontigo.com/ia-survey-points-to-continued-strong-growth-for-esg-assets-key-role-for-esg-indices/>

7 Авторы выражают особую признательность бывшему ассоциату венчурного фонда RTP Global Степану Петровичу Иванову.

ал роста (около 50 %) в среднесрочной перспективе за счет увеличения популярности долевого ESG-финансирования в стране.

Международная ESG-повестка

Ученые считают, что основными стимулами для разработки и предложения инвестиций и финансовых услуг, связанных с Целями устойчивого развития, являются растущие ожидания к финансовым учреждениям от стейкхолдеров в отношении корпоративной социальной ответственности и устойчивости, формирующаяся концепция управления «зелеными» финансами, которая поддерживает разработку соответствующих инновационных финансовых продуктов и услуг, а также международная тенденция интеграции логики устойчивого развития в различные инновационные финансовые инструменты [Ng, 2021].

Результаты других исследований также подтверждают то, что инвесторы проявляют все больший интерес к устойчивым инвестициям и включению экологических, социальных и управленческих критериев (ESG) в свои решения по составлению инвестиционного портфеля и принятию управленческих решений [Unruh, Kiron, Kruschwitz, Reeves, Rubel, Felde, 2016; Cunha, De Oliveira, Orsato, Klotzle, Cyrino Oliveira, Caiado, 2020]. Инвестиционные компании по-разному интегрируют ESG в свою стратегию социально ответственных инвестиций (socially responsible investments – SRI): некоторые из них близки к полной интеграции, другие демонстрируют неполную или незавершенную вовлеченность в ESG [Sciarelli, Cosimato, Landi, Iandolo, 2021]. Для анализа устойчивых компаний инвесторы могут ссылаться на ESG-рейтинги, присваиваемые международными (S&P Global, MSCI, Fitch и др.) и российскими (АКРА, «Эксперт РА», «РАЭК-Аналитика» и др.) рейтинговыми компаниями, методологии которых имеют определенные сходства и существенные различия между собой [Марголин, Вякина, 2022].

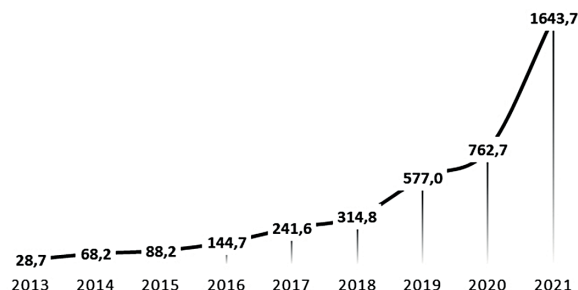
Интерес инвесторов к компаниям, действующим в соответствии с Целями устойчивого развития, подтверждается ростом заемных средств и активов ESG. Мировой объем заемных ESG-инструментов (долговые инструменты, связанные с Целями устойчивого развития) существенно возрос в последние годы: в 2021 году выпуск превысил 1,6 трлн долл., что представляет более чем двойное увеличение по сравнению с 2020 годом (**рисунок 5**).

Мировой объем активов в ESG-ориентированных фондах достиг триллиона долларов США в 2019 году. В 2020 и 2021 годах этот показатель продолжил расти, достигнув 2,7 трлн долл. США (**рисунок 6**).

В 2020 году активы 10 самых крупных ESG-ориентированных фондов (рейтинг составлен по величине

Рисунок 5. Мировой объем заемных ESG-инструментов, млрд долл. США

Figure 5. The global volume of borrowed ESG instruments, bln. U.S. dollars

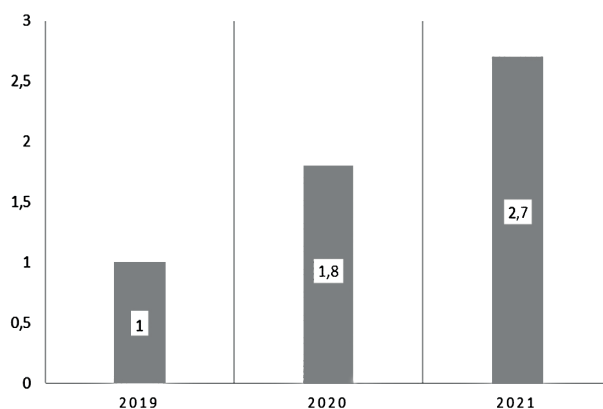


Источник: ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>

Source: ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>

Рисунок 6. Мировой объем активов в ESG-ориентированных фондах, трлн долл. США

Figure 6. The global volume of assets in ESG-oriented funds, trillion U.S. dollars



Источник: ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>

Source: ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>

управляемых активов Assets Under Management (AUM)) были суммарно равны 106 млрд долл. США. Согласно данным за первую половину 2022 года, активы рассматриваемых фондов увеличились на 13 % (до 120 млрд долл. США) (**таблица 1**).

Таблица 1. Топ-10 ESG-ориентированных фондов по величине управляемых активов

Table 1. Top 10 ESG-oriented funds by managed assets

	Название фонда	Активы, млрд \$ (2020 год)	Активы, млрд \$ (по состоянию на 31 августа 2022 года)	Дата основания	Страна	География инвестиций	Тип фонда
1	Parnassus Core Equity Fund	22,94	25,67	1992	США	США	Active Fund
2	iShares ESG Aware MSCI USA ETF	13,03	23,12	2016	США	США	Index-based ETF
3	Vanguard FTSE Social Index Fund	10,87	14,10	2000	США	США	Index-based Fund
4	Stewart Investors Asia Pacific Leaders Sustainability Fund	9,87	9,24	2003	Великобритания	Тихоокеанский регион	Active Fund
5	Vontobel Fund – mtX Sustainable Emerging Markets Leaders	9,58	5,79	2011	Люксембург	Развивающиеся рынки	Active Fund
6	Northern Trust World Custom ESG Equity Index	8,69	5,92	2013	Ирландия	Международный рынок	Index-based Fund
7	Pictet – Global Environmental Opportunities	8,31	6,95	2010	Люксембург	Международный рынок	Active Fund
8	Pictet – Water	8,02	9,55	2000	Люксембург	Международный рынок	Active Fund
9	KLP AksjeGlobal Indeks	7,69	8,63	2004	Норвегия	Международный рынок	Index-based Fund
10	Nordea 1 – Global Climate and Environment	7,37	11,41	2008	Люксембург	Международный рынок	Active Fund
	Итого активов	106,37	120,38				

Источник: The Top 20 Largest ESG Funds – Under the Hood. <https://www.msci.com/documents/1296102/24720517/Top-20-Largest-ESG-Funds.pdf>

Source: The Top 20 Largest ESG Funds – Under the Hood. <https://www.msci.com/documents/1296102/24720517/Top-20-Largest-ESG-Funds.pdf>

Оценка объема финансовых ESG-инструментов в России

Условия функционирования российской экономики подвергаются постоянным изменениям. Среди определяющих факторов такой динамики отмечают повышение роли государства в организации и сопровождении инвестиционных программ, осложнение международной обстановки, препятствующее получению прямых иностранных инвестиций (введение санкционных ограничений против российской экономики и принятие Россией пакетов ответных контрсанкций), приоритизация краткосрочных выгод над стратегическими целями и необходимость инвестиционной поддержки проектов устойчивого развития [Марголин, Спицына, 2022]. Все вышеперечисленные факторы значительно влияют на принятие решений участниками рынка о дальнейшем развитии ESG-программ.

Согласно последним результатам исследований, вопросы устойчивого развития остаются в числе приоритетных⁸. При этом в условиях неполностью оформленного рыночного механизма для ESG, ограниченных лимитов со стороны институциональных инвесторов и управляющих компаний, а также введенных санкций государственная поддержка становится критичной для развития рынка.

Сектор устойчивого развития Московской биржи был создан в 2019 году для финансирования проек-

тов в области экологии, защиты окружающей среды и социально значимых проектов. На данный момент ESG-сектор Московской биржи насчитывает 24 выпуска (листинг 2016–2022 годов) рублевых облигаций от 15 разных эмитентов. Номинальный объем выпуска равен 227 млрд руб. (таблица 2).

Следует отметить, что на данный момент большинство эмитентов представлено государственными компаниями и крупными акционерными обществами (ПАО «МТС»). Самые крупные выпуски облигаций были произведены Правительством Москвы (70 млрд руб.), государственной корпорацией развития «ВЭБ.РФ» (50 млрд руб.) и ПАО «Сбербанк России» (25 млрд руб.). Также в сентябре 2020 года компания ОАО «Российские железные дороги» (РЖД) разместила бессрочные «зеленые» облигации объемом 100 млрд рублей (по данным облигациям предусмотрен колл-опцион каждые пять лет с даты начала обращения бумаг). Размещение было произведено по закрытой подписке среди квалифицированных инвесторов⁹.

Согласно исследованию рейтингового агентства «Эксперт РА», объем ESG-кредитов, выданных российскими банками, составляет 400 млрд руб.¹⁰

8 Будущее рынка устойчивого финансирования в РФ: банки формируют рынок. Эксперт РА. 2021. https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg2021/

9 «Зеленые» облигации в обращении. <https://company.rzd.ru/gu/9972>

10 «Эксперт РА»: портфель ESG-кредитов в российских банках достиг 400 млрд рублей, но устойчивое развитие пока остается прерогативой лидеров банковского рынка. Эксперт РА. 2021. <https://www.raexpert.ru/releases/2021/sep24/>

Таблица 2. Облигации сектора устойчивого развития Московской биржи по состоянию на 4 сентября 2022 года**Table 2. Sustainable Development Sector bonds on Moscow Exchange as of September 4, 2022**

Эмитент	ISIN	Сегмент сектора	Объем выпуска, шт.	Ставка текущего / последнего купона	Дата погашения	Соответствие стандартам/нац. проектам	Объем выпуска, руб.
ФПК «Гарант-Инвест»	RU000A1016U4	Зеленые	500 000	11,50 %	13.12.2022	ICMA/CBI	500 000 000
ФПК «Гарант-Инвест»	RU000A102LS9	Зеленые	500 000	10 %	25.12.2023	ICMA/CBI	500 000 000
ООО «СФО РуСол 1»	RU000A101DA6	Зеленые	4 700 000	9,52 %	15.02.2031	ICMA/CBI	4 700 000 000
ООО «СФО РуСол 1»	RU000A101DB4	Зеленые	900 000	13,52 %	15.02.2031	ICMA/CBI	900 000 000
ООО «СФО РуСол 1»	RU000A101D96	Зеленые	100 000	16,02 %	15.02.2031	ICMA/CBI	100 000 000
СФО Социального развития	RU000A101UU8	Социальные	3 216 086	10,21 %	08.01.2027	ICMA/SBP	3 216 086 000
СФО Социального развития	RU000A101UW4	Социальные	1 798 530	16,31 %	08.01.2027	ICMA/SBP	1 798 530 000
ООО «Транспортная концессионная компания»	RU000A0JWU31	Зеленые	1 241 000	6,21 %	23.09.2033	ICMA/CBI	1 241 000 000
ООО «Транспортная концессионная компания»	RU000A0ZYBA9	Зеленые	3 533 000	6,71 %	31.12.2033	ICMA/CBI	3 533 000 000
ООО «Транспортная концессионная компания»	RU000A0ZYG7	Зеленые	1 374 000	6,71 %	31.12.2033	ICMA/CBI	1 374 000 000
ООО «Транспортная концессионная компания»	RU000A0ZYG5	Зеленые	3 752 000	7,49 %	31.12.2033	ICMA/CBI	3 752 000 000
ООО «Транспортная концессионная компания»	RU000A0JWU23	Зеленые	2 013 083	6,71 %	20.09.2046	ICMA/CBI	2 013 083 000
SovCom Capital	XS2291914971	Социальные	300 000	3,40 %	26.01.2025	ICMA/SBP	300 000 000
ПАО «МТС»	RU000A102VL3	Социальные	4 500 000	6,50 %	22.03.2024	ICMA/SBP	4 500 000 000
Правительство Москвы	RU000A1033Z8	Зеленые	70 000 000	7,38 %	18.05.2028	ICMA/GBP	70 000 000 000
АО «Атомный энергопромышленный комплекс»	RU000A103AT8	Зеленые	10 000 000	7,50 %	19.06.2026	ICMA/GBP	10 000 000 000
АО «Синара – Транспортные Машины»	RU000A103G00	Зеленые	10 000 000	8,70 %	22.07.2026	ICMA/GBP	10 000 000 000
СОПФ «Инфраструктурные облигации»	RU000A103RD6	Национальных и адаптационных проектов	10 000 000	8,00 %	15.11.2024	Жилье и городская среда	10 000 000 000
ПАО «Сбербанк России»	RU000A103YM3	Зеленые	25 000 000	8,80 %	10.11.2023	ICMA/GBP	25 000 000 000
ПАО «КАМАЗ»	RU000A1043N3	Зеленые	2 000 000	9,75 %	22.11.2023	ICMA/GBP	2 000 000 000
СОПФ «Инфраструктурные облигации»	RU000A104AQ2	Национальных и адаптационных проектов	10 000 000	9,05 %	15.11.2023	Жилье и городская среда	10 000 000 000
АО «ИНК-Капитал»	RU000A104A39	Национальных и адаптационных проектов	5 000 000	10,25 %	11.12.2026	Экология	5 000 000 000
ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»	RU000A104X32	Социальные	6 704 238	10,15 %	28.06.2032	ICMA/SBP	6 704 238 000
Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»	RU000A104Z48	Зеленые	50 000 000	10,20 %	15.07.2027	ICMA/GBP	50 000 000 000
						Итого	227 131 937 000

Таким образом, общий объем заемных ESG-инструментов на российском рынке составляет около 727 млрд руб.

Что касается долевого ESG-инвестиций, авторы статьи предположили, что ввиду пересечения VC- и ESG-инвестиций, рассмотренного ранее, объем долевого ESG-инвестиций на российском рынке (при отсутствии других данных) приблизительно равен

VC-инвестициям, которые составили около 60 млрд руб.¹¹ за 2015–2021 годы (**рисунк 6**).

11 Динамика курса валюты Доллар США с 01.01.2015 по 31.12.2021. https://cbr.ru/currency_base/dynamics/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.so=1&UniDbQuery.mode=1&UniDbQuery.date_req1=&UniDbQuery.date_req2=&UniDbQuery.VAL_NM_RQ=R01235&UniDbQuery.From=01.01.2015&UniDbQuery.To=31.12.2021

Характеристики венчурного капитала в роли ESG-инструмента

По сравнению с другими формами финансирования венчурный капитал особенно подходит для устойчивых инвестиций благодаря своим характеристикам. Во-первых, венчурные фонды, являющиеся важными участниками индустрии, обычно имеют длительный период замораживания (lock-up period) средств. Обеспечение ESG-стартапов финансированием в течение длительного периода их развития является необходимостью [Lin, 2022. P. 188].

Во-вторых, венчурные инвесторы могут повысить ценность устойчивых стартапов, предоставляя технические знания, отраслевые компетенции или управленческие навыки, тем самым принося дополнительные преимущества обычным капиталовложениям. Это позволяет портфельной компании использовать передовые научные достижения для внедрения инноваций, необходимых для устойчивого развития, и ускоряет доступность устойчивых решений, создавая различные экологические и социальные преимущества. [Lin, 2022. P. 188]

Для стимулирования деятельности ESG-предприятий необходимо законодательство, поддерживающее приток устойчивых инноваций и инвестиций, а также интегрированная культура устойчивого развития в целом, потому что группа венчурных инвесторов и предпринимателей, занимающихся вопросами устойчивого развития, все еще относительно невелика [Bocken, 2015]. Следовательно, в России, где таких экспертов меньше, но потенциал для роста рынка существенный, стоит сфокусироваться на развитии отечественной ESG-индустрии.

Стоит отметить, что VC предлагает определенные механизмы защиты инвесторов, которые крайне необходимы в сфере устойчивого инвестирования с учетом множества неопределенностей и рисков. Капиталовложения в венчурные проекты обычно сопровождаются строгим, непрерывным мониторингом и специальными механизмами защиты от сокрытия информации. Поскольку предприниматели знают, что следующий раунд финансирования будет предоставлен только в случае достижения ключевых задач бизнес-плана, у них есть необходимая мотивация для того, чтобы разработанный ими бизнес-план был и привлекательным, и реалистичным [Lin, 2022. P. 189].

Что касается социальной повестки, сообщество венчурных инвесторов использует разные механизмы формирования позитивной репутации. С одной стороны, инвесторы могут оценить определенный проект как непривлекательный, если инвесторы, вложившие средства на ранних стадиях, перестали предоставлять финансирование в последующих раундах. С другой стороны, инвестиции крупных консервативных институциональных инвесторов (наподобие пен-

сионных фондов и эндаумент-фондов в венчурные ESG-компании) являются относительно весомым аргументом в пользу финансовой поддержки таких проектов [Ginsberg, Marcus, 2018]. Венчурные фонды также приобретают больший контроль над портфельными компаниями, и их фактическое влияние на принятие решений часто непропорционально больше, чем права голоса, связанные с их пакетами акций. Соответственно, управляющие венчурными фондами часто принимают непосредственное участие в корпоративном управлении портфельных компаний и могут осуществлять контроль над достижением установленных Целей устойчивого развития [Lin, 2022. P. 189].

Меры государственной поддержки ESG и VC в России

В настоящее время в России было принято несколько проектов финансовой поддержки компаний, внедряющих принципы устойчивого развития. Согласно распоряжению Правительства Российской Федерации от 1 июня 2021 года № 1446-р, были уточнены целевые показатели и условия поддержки проектов в сфере «зеленой» энергетики. Корректировки были внесены в связи с принятым решением о продлении государственной программы поддержки возобновляемых источников энергии (ВИЭ) до 2035 года. К указанному сроку планируется ввести более 12 ГВт мощностей генерации на основе ВИЭ за счет развития отрасли в России. Общий объем господдержки проектов в сфере ВИЭ до 2035 года составит 360 млрд рублей¹².

Постановлением Правительства Российской Федерации от 21 сентября 2021 года № 1587 были утверждены критерии отбора проектов для льготного финансирования в рамках поддержки «зеленых» проектов и инициатив в сфере устойчивого развития. В документе перечислены параметры, достижение которых позволяет привлечь льготное финансирование через специальные облигации или займы, на реализацию «зеленого» или адаптационного проекта. «Зеленый» проект, претендующий на льготное финансирование, может быть организован по одному из следующих направлений: обращение с отходами, энергетика, строительство, промышленность, транспорт, водоснабжение, сельское хозяйство, сохранение биоразнообразия и окружающей среды. Поддержка адаптационных проектов может быть в настоящее время получена в пяти отраслях: инфраструктура, энергетика, промышленность, транспорт, сельское хозяйство¹³.

С 1 сентября 2022 года в России открыт реестр углеродных единиц. Климатический проект компании

12 Правительство уточнило целевые показатели и условия поддержки проектов в сфере зеленой энергетики. <http://government.ru/docs/42377/>

13 Правительство утвердило критерии зеленого финансирования. <http://government.ru/docs/43320/>

ООО «ДальЭнергоИнвест» (Сахалинская область) стал первым проектом, который успешно прошел регистрацию. Согласно Министерству экономического развития Российской Федерации, компания реализовала проект по использованию возобновляемых источников энергии в Сахалинской области¹⁴. Ожидается, что участники рынка смогут осуществлять регистрацию своих климатических проектов, выпускать углеродные единицы в обращение и проводить сделки с ними. Оператором реестра углеродных единиц выступает АО «Контур», действующий при поддержке Газпромбанка и Московской биржи. 26 сентября на Национальной товарной бирже (входит в группу «Московская Биржа») прошел первый аукцион, на котором было выставлено 20 углеродных единиц. Все единицы были успешно реализованы. Одним из покупателей выступила компания, входящая в группу ПАО «Сбербанк»¹⁵.

Для поддержки венчурной индустрии в России реализуются определенные государственные инициативы. Во-первых, Министерство цифрового развития Российской Федерации выделило 7,1 млрд руб. госсубсидий для технологических компаний. На гранты суммой до 20 млн руб. вправе претендовать стартапы, а финансовая помощь суммой до 300 млн выделяется крупным проектам, сфокусированным на цифровую трансформацию отечественного бизнеса¹⁶.

Во-вторых, в рамках программы «Взлет – от стартапа до IPO» было предусмотрено финансирование в 10 млрд руб. высокотехнологических российских компаний до 2024 года. Инновационные предприятия РФ могут участвовать в конкурсе на получение субсидии в 25–250 млн руб. при условии обеспечения проекта за счет внебюджетных средств в объеме не менее 100 % от суммы запрашиваемой поддержки. К высокотехнологическим компаниям относятся предприятия из 17 направлений деятельности, в том числе такие ESG-сферы, как «Технологии создания новых и портативных источников энергии, включая возобновляемые», «Искусственный интеллект», «Ускоренное развитие генетических технологий» и т.д.¹⁷

По итогам 2022 года инновационным компаниям было выделено 15 млрд руб. льготных кредитов в рамках программы «Взлет – от стартапа до IPO». Финансирование высокотехнологических предприятий малого и среднего бизнеса по данному федеральному проекту достигнет объема в размере 55 млрд руб. к 2024 году¹⁸.

Согласно требованиям к реализации указанных государственных инициатив, финансирование одного проекта ограничено в пределах фиксированного максимального размера субсидии. Это позволит большему количеству стартапов получить доступ к финансированию и увеличит число инвестиционных сделок.

Так как вышеописанные инвестиционные программы реализуются в последние три года (2020–2022) и имеют среднесрочный характер, их влияние на конъюнктуру рынка венчурных инвестиций будет заметно в будущем.

Заключение

Устойчивое развитие продолжает набирать популярность во всем мире, при этом инвесторами применяются разные финансовые ESG-инструменты. В России только формируется культура ESG-инвестирования, объем заемного ESG-финансирования (debt financing) существенно превышает объем ESG-финансирования с использованием долевого инструмента (equity financing) на российском рынке. Заемные средства составили около 727 млрд руб., в то время как долевые инвестиции оцениваются в менее чем 60 млрд руб. за 2015–2021 годы. При этом в течение последних лет объем долевого инвестирования и количество реализованных сделок снижаются.

Авторы пришли к выводу, что государственные инициативы позволят увеличить количество сделок в сфере отечественного ESG-инвестирования. Следует особо выделить проекты государственной поддержки долевого ESG-финансирования на ранних стадиях развития отечественных компаний. Они послужат стимулом для развития российского инновационного предпринимательства, что также благоприятно отразится на VC-индустрии в нашей стране. Большой экономический эффект от реализации этих инициатив наступит при взаимодействии с венчурными фондами и частными инвесторами, которые заинтересованы в финансировании устойчивых стартапов на разных этапах их развития.

14 В России зарегистрировали первые углеродные единицы, выпущенные от климатического проекта. https://www.economy.gov.ru/material/news/v_rossii_zaregistrirovali_pervye_uglerodnye_edinicy_vypushchennyye_ot_klimaticheskogo_proekta.html

15 Сбер принял участие в первом российском аукционе по торговле углеродными единицами. www.sber.ru

16 Минцифры России выделяет 7.1 млрд рублей на гранты для ИТ-проектов. <https://digital.gov.ru/ru/events/40094/>

17 Российские технологические компании могут получить грантовую поддержку до 10 млрд рублей. https://www.economy.gov.ru/material/news/rossiyskie_tehnologicheskie_kompanii_mogut_poluchit_grantovuyu_podderzhku_do_10_mlrdrubley.html?ysclid=l7xsd80iep749996796

18 Резиденты «Сколково» получили 2,4 млрд рублей в рамках федпроекта «Взлет – от стартапа до IPO» в 2022 году. https://www.economy.gov.ru/material/news/rezidenty_skolkovo_poluchili_24_mlrdrubley_v_ramkah_fedproekta_vzlet_ot_startapa_do_ipo_v_2022_godu.html

Литература

- Марголин А.М., Вякина И.В. Риски, вызовы и механизмы ESG-трансформации систем управления. *МИР (Модернизация. Инновации. Развитие)*. 2022. Т. 13. № 3. С. 352–368.
- Марголин А.М., Синютин Л.П. Основные проблемы развития венчурной индустрии в России и методы их решения. *Управленческое консультирование*. 2022. № 1. С. 47–63.
- Марголин А.М., Спицына Т.А. Эффективная инвестиционная политика – залог устойчивого развития российской экономики. *Государственная служба*. 2021. № 5. С. 37–46.
- Bocken N.M.P. Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*. 2015. Vol. 108. Part A. P. 647–658. In English
- Botsari A., Lang F. ESG considerations in Venture Capital and Business Angel investment decisions: Evidence from two pan-European surveys // EIF Research & Market analysis. Working Paper 2020/63. European Investment Fund. 2020. In English
- Cunha F.A.F. de S., De Oliveira E.M., Orsato R.J., Klotzle M.C., Cyrino Oliveira F.L., Caiado R.G.G. Can sustainable investments outperform traditional benchmarks? Evidence from global stock markets. *Business Strategy and the Environment*. 2020. Vol. 29. P. 682–697. In English
- Ginsberg A., Marcus A. Venture capital's role in creating a more sustainable society: The role of exits in clean energy's investment growth // *Advances in Strategic Management*. Emerald Group Publishing Ltd. 2018. P. 145–168. <https://doi.org/10.1108/S0742-332220180000038011>. In English
- Lin Lin. Venture Capital in the Rise of Sustainable Investment. *European Business Organization Law Review*. 2022. Vol. 23. P. 187–216. In English
- Ng A. Green Investing and Financial Services: ESG Investing for a Sustainable World // *The Palgrave Handbook of Global Sustainability*. Palgrave Macmillan, Cham. 2021. In English
- Sciarelli M., Cosimato S., Landi G., Iandolo F. Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: The importance of integrating and communicating ESG. *The TQM Journal*. 2021. Vol. 33. No. 7. P. 39–56. <https://doi.org/10.1108>. In English
- Unruh G., Kiron D., Kruschwitz N., Reeves M., Rubel H., Felde zum A.M. Investing for a sustainable future: Investors care more about sustainability than many executives believe. *MIT Sloan Management Review*. 2016. Vol. 57(4). In English

References

- Margolin A.M., Sinyutin L.P. Underlying challenges for Russian venture industry development and methods to solve them. *Upravlencheskoye konsul'tirovaniye*. 2022. No. 1. P. 47–63. In Russian
- Margolin A.M., Spitsyna T.A. Effective investment policy as a key to sustainable development of the Russian economy. *Gosudarstvennaya sluzhba*. 2021. No. 5. P. 37–46. In Russian
- Margolin A.M., Vyakina I.V. Risks, threats and mechanisms of management systems ESG-transformation. *MIR (Modernizatsiya. Innovatsii. Razvitiye)*. 2022. Vol. 13. No. 3. P. 352–368. In Russian

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ:

Анастасия Вячеславовна Ерохина, аспирант Института бизнеса и делового администрирования Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Российская Федерация, 119606, Москва, проспект Вернадского, 84). E-mail: aerokhina-14@edu.ranepa.ru
ORCID ID: 0000-0003-2500-6575

Леонид Петрович Синютин, аспирант Института финансов и устойчивого развития Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации; генеральный директор ООО «Полубоярова 4» (Российская Федерация, 109156, Москва, ул. Маршала Полубоярова, 4/1). E-mail: sl@metrplus.com
ORCID ID: 0000-0001-8546-3626

Для цитирования: Ерохина А.В., Синютин Л.П. Развитие устойчивого долевого финансирования для поддержки российской индустрии венчурного капитала. *Государственная служба*. 2023. № 1. С. 31–40.

INFORMATION ABOUT THE AUTHORS:

Anastasia Vyacheslavovna Erokhina, postgraduate student of the Institute of Business Studies Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation (Russian Federation, 119606, Moscow, Vernadsky Avenue, 84). E-mail: aerokhina-14@edu.ranepa.ru
ORCID ID: 0000-0003-2500-6575

Leonid Petrovich Sinyutin, postgraduate student of the Institute of Finance and Sustainable Development Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation; General Director "Poluboyarova 4" LLC (4/1, Marshala Poluboyarova St., Moscow, 109156, Russian Federation). E-mail: lsinyutin-14@edu.ranepa.ru
ORCID ID: 0000-0001-8546-3626

For citation: Erokhina A.V., Sinyutin L.P. Development of sustainable equity financing to promote the Russian venture capital industry. *Gosudarstvennaya sluzhba*. 2023. No. 1. P. 31–40.