

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО
«Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. Москва, проспект Вернадского, д.82

ОТЗЫВ

члена диссертационного совета
Российской академии народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации
на диссертацию Синютина Леонида Петровича
«Развитие венчурного финансирования в Российской Федерации в условиях
изменившейся геополитической реальности»,
представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук
по специальности 5.2.4. «Финансы»

Актуальность темы диссертационного исследования

Способность экономической системы разрабатывать и внедрять новые научно-технические решения является фундаментальным фактором обеспечения национального суверенитета в современном мире. Венчурный капитал играет важную роль в трансформации перспективных малых предприятий ранних стадий развития в крупные компании, способные задавать инновационные тренды и обеспечивать высокие темпы роста национальной экономики.

До начала специальной военной операции и последовавших за этим жестких санкций со стороны недружественных России стран одним из наиболее значимых источников венчурного финансирования в России являлся капитал нерезидентов. Ограничения доступа к внешним технологиям и капиталу иностранных инвесторов в условиях изменившейся внешней среды определяют объективную необходимость обоснования и последующей практической реализации концептуальных подходов к повышению роли национальных ресурсов в развитии российской венчурной индустрии, что позволяет считать диссертацию Синютина Л.П. актуальной как в научном, так и в практическом аспектах.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций автора по результатам проведенного исследования представляется достаточной, что определяется следующим:

- при выполнении диссертационного исследования автор опирался на научные труды ведущих отечественных и зарубежных ученых по развитию рынка венчурного финансирования и рынка инвестиций в устойчиво-ориентированные активы;

- информационной базой исследования выступили данные РАВИ и частных информационных платформ, характеризующие динамику сделок на российском рынке венчурного капитала, а также данные Банка России о результатах деятельности инвестиционных платформ и ущербе от финансовых пирамид. Кроме того, диссертантом использованы результаты структурированных интервью с экспертами венчурной индустрии, что позволило глубже раскрыть основные проблемы и перспективы развития венчурного бизнеса в современных российских условиях;

- диссертационное исследование проведено с использованием общих и специальных методов научного исследования: анализа и синтеза, обобщения и сравнения, систематизации, индукции и дедукции, а также методов экономико-статистического анализа;

- основные положения диссертации нашли отражение в 5 статьях в рецензируемых научных журналах и прошли достаточную апробацию на научно-практических конференциях.

Новизна научных положений, выводов и рекомендаций

По итогам проведенного исследования диссертантом получен ряд результатов, обладающих признаками научной новизны:

- Раскрыты основные тенденции развития российского венчурного рынка в условиях санкционных ограничений, связанные как с утратой важных ресурсов и компетенций из-за их оттока за рубеж, так и с появлением новых

возможностей для развития высокотехнологичных компаний в России в связи с уходом с российского рынка иностранных конкурентов.

- Разработаны рекомендации по организации статистического наблюдения за развитием российского венчурного рынка, предусматривающие повышение роли Банка России в систематизации и раскрытии данных о сделках на российском рынке венчурного капитала.
- Разработаны рекомендации по совершенствованию образовательных программ в сфере повышения финансовой грамотности и подготовки специалистов по прямым и венчурным инвестициям в увязке со смягчением ограничений для неквалифицированных инвесторов по совершению операций на инвестиционных платформах акционерного краудфандинга.
- Разработан комплексный инструментарий государственной поддержки венчурного ESG-финансирования, включающий формирование ESG-рейтинга стартапов, программы грантовой поддержки и субсидирования малого и среднего бизнеса, работающего в социально-значимых сферах экономики и следующих принципам устойчивого развития, а также создание организационных и нормативных условий для стимулирования вложений российских институциональных инвесторов в ESG-ориентированный российский венчурный бизнес.
- С учетом выявленных лучших мировых практик обоснована авторская концепция регулирования деятельности компаний для приобретения целевых активов в российских условиях.

Теоретическая и практическая значимость исследования

Результаты исследования расширяют научные представления об особенностях развития рынков венчурного финансирования в условиях перехода к цифровой экономике и повышения значимости ESG-повестки. Материалы диссертации представляют интерес для использования в учебном процессе РАНХиГС и других ведущих российских вузов при проведении занятий по дисциплинам «Инвестиционное обеспечение развития экономики»

и «Инновационный тип развития экономики», а также программах повышения уровня финансовой грамотности и финансовой культуры российских граждан. Практические рекомендации диссертанта могут быть использованы при создании и совершенствовании нормативной базы, регулирующей деятельность компаний для приобретения целевых активов, а также организации статистического наблюдения за развитием российского рынка венчурного капитала на базе Банка России.

Дискуссионные положения работы, замечания и рекомендации в адрес соискателя

1. Диссертант совершенно справедливо указывает на необходимость повышения прозрачности российского рынка венчурного финансирования и формулирует в связи с этим содержательные авторские рекомендации. В то же время недостаточное, с точки зрения рецензента, внимание в диссертации уделяется обоснованию предложений по повышению информационной прозрачности и ликвидности венчурных фондов для квалифицированных инвесторов премиального сегмента (с общей стоимостью портфеля от 10 до 50 млн. руб.). В настоящее время в России венчурные фонды продвигаются главным образом среди клиентов уровня private banking (со стоимостью портфеля от 100 млн. руб. и существенно выше), при этом наблюдается явное отсутствие адекватного предложения для квалифицированных инвесторов с меньшей стоимостью портфеля, не готовых самостоятельно участвовать в краудинвестинге через канал инвестиционных платформ (из-за отсутствия времени и возможностей для глубокого анализа бизнес-моделей отдельных компаний), но готовых инвестировать через диверсифицированный фонд, компании для которого будут отбираться профессиональным управляющим, порядка 1-5% своего портфеля.

При этом для таких квалифицированных инвесторов необходимы два важных условия – наличие биржевого обращения паев фонда (возможно даже при отсутствии маркет-мейкера или при поддержании маркет-мейкером

достаточно большого спреда между ценами на покупку и продажу), а также подробной и качественной отчетности об инвестиционной политике фонда и результатах ее реализации (образцовым примером которой применительно к фондам акций может служить отчетность управляющей компании «Арсагера» <https://arsagera.ru/>). Для формирующихся в России pre-IPO фондов (например, фонда «Тинькофф-Восход» с ISIN RU000A1084G1, сформированного венчурным фондом «Восход» в партнерстве с группами Т-банка и Альфа-банка), эти условия не выполняются.

По мнению рецензента, существует поле для бизнес-инициатив в этой сфере, однако со стороны государства необходимо принятие нормативной базы, определяющей возможность биржевого обращения паев таких фондов и задающей повышенные требования к отчетности и информационной прозрачности инвестиционной деятельности фондов (в настоящее время требования к отчетности для фондов для квалифицированных инвесторов существенно более мягкие по сравнению с требованиями к отчетности для фондов для неквалифицированных инвесторов, что снижает инвестиционную привлекательность фондов в том числе и для квалифицированных инвесторов, имеющих возможности в них инвестировать).

2. В качестве потенциального источника инвестиций в российский венчурный бизнес диссертант рассматривает средства, инвестируемые россиянами в финансовые пирамиды. Однако не менее значимым потенциальным источником венчурных инвестиций являются средства, инвестируемые россиянами в криптовалюты. Результаты Всероссийского обследования домохозяйств по потребительским финансам, проведенного по заказу Банка России, показали, что объем инвестиций респондентов обследования в криптовалюты превышает объем их инвестиций в облигации, паевые инвестиционные фонды и обезличенные металлические счета и уступает только размещению сбережений в банковские депозиты и приобретению акций. При этом риски возможного снижения стоимости криптовалют и блокировки счетов криптобиржами российскими инвесторами

осознаются не в полной мере, а сбережения, направляемые на приобретение криптовалют, не используются для решения стратегических задач инвестиционного обеспечения развития российской экономики. Поэтому предлагаемые диссертантом меры по совершенствованию Стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры российских граждан и механизма ее реализации должны быть дополнены предложениями по раскрытию преимуществ венчурных инвестиций в российские компании на стадии до IPO по отношению к приобретению криптовалют.

3. Спорными являются предлагаемые диссертантом критерии определения российских компаний-реципиентов венчурного капитала (стр.51 диссертации). Во-первых, диссертант предлагает исключать из числа российских-компаний реципиентов венчурного капитала экспортно-ориентированные компании, у которых более 49% выручки приходится на экспорт (включая экспорт в страны ЕАЭС и другие дружественные России страны). Однако мировая практика инновационного развития свидетельствует о том, что наибольших успехов добиваются компании, способные предложить рынку глобально конкурентоспособный продукт и не ограничивающие операции национальной юрисдикцией. По мнению рецензента, использование предложенного диссертантом критерия, исключающего из числа реципиентов венчурного капитала экспортоориентированные компании с глобально конкурентоспособным продуктом, приведет к искажению результатов статистического наблюдения за развитием венчурной индустрии в России.

Во-вторых, диссертант не приводит никаких обоснований используемого в работе порогового уровня внутренней нормы доходности 20% годовых для инвестиций в компании-реципиенты венчурного капитала. В частности, на момент поступления диссертации на рецензирование значение ключевой ставки Банка России составляло 19% годовых, уровень ставок по депозитам в Сбербанке – 21% годовых, а целевая среднесрочная доходность на десятилетнем горизонте инвестиций в ЗПИФ индустриальной

недвижимости «Рентал ПРО» - 22% годовых. Диссертант не поясняет ни того, почему предлагаемый им пороговый уровень внутренней нормы доходности венчурных инвестиций не должен зависеть от конъюнктуры финансового рынка, ни того, почему венчурные инвестиции должны приносить отрицательную премию по отношению к размещению сбережений в банковские депозиты и фонды недвижимости.

4. С точки зрения рецензента, в работе, посвященной развитию венчурного финансирования в России, явно недостаточное внимание уделяется исследованию причин неэффективности государственных венчурных фондов и институтов развития (прежде всего АО «РОСНАНО») и обоснованию рекомендаций по ее повышению. Более того, диссертант не рассматривает государственные финансовые институты развития в качестве самостоятельного и значимого участника российского венчурного рынка и не считает необходимым выделять государственные венчурные фонды и институты развития в отдельную категорию при организации статистического наблюдения (стр.52 диссертации). По мнению рецензента, реализация предложений диссертанта не будет способствовать повышению прозрачности результатов деятельности государственных венчурных фондов и институтов развития и эффективности их деятельности.

Вместе с тем эти замечания не влияют на общую положительную оценку работы и могут рассматриваться как рекомендации для последующих исследований.

Заключение

Диссертация Синютина Леонида Петровича «Развитие венчурного финансирования в Российской Федерации в условиях изменившейся геополитической реальности» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи, имеющей важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением

Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 и Порядка присуждения ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утвержденного приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (в редакции приказа от 28 февраля 2024 года № 02-0355), а Синютин Леонид Петрович заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы».

Член диссертационного совета РАНХиГС,
профессор кафедры государственного
регулирования экономики Института
государственной службы и управления
ФГБОУ ВО «Российская академия народного
хозяйства и государственной службы при
Президенте Российской Федерации»,
доктор экономических наук, профессор

Мельников

Р.М. Мельников

«25» октября 2024 года

119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82
Сайт организации: <https://www.ranepa.ru>
тел.: +7(499)956-98-49, melnikov-rm@ranepa.ru

