МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В. ЛОМОНОСОВА
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

На правах рукописи

Макушина Елена Юрьевна

ОЦЕНКА И ОТРАЖЕНИЕ В ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Специальность – 5.2.3 Региональная и отраслевая экономика (бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика)

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Научный руководитель:

д.э.н., проф. Соловьева Ольга Витальевна

Москва – 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ **4**

ГЛАВА 1 ПОНЯТИЕ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ **14**

1.1 Экономическая природа венчурных инвестиций 14

1.1.1 Инвестиции и их классификация 14

1.1.2 Классификация инвестиций в финансовые активы 17

1.1.3 Венчурные инвестиции в общей совокупности инвестиций 20

1.2 Венчурные инвестиции – элемент системы финансовой отчетности венчурных фондов 23

1.2.1 Идентификационные признаки объекта венчурных инвестиций 24

1.2.2 Бизнес-модель венчурного фонда 31

1.2.3 Квалификационное определение венчурных инвестиций 38

1.3 Выводы по главе 1 47

ГЛАВА 2 РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ВЕНЧУРНЫМИ ФОНДАМИ **49**

2.1 Идентификационные критерии венчурного фонда как подотчетного субъекта 49

2.2 Представление информации в финансовой отчетности венчурных фондов 52

2.2.1 Национальная практика формирования отчетной информации о деятельности венчурных фондов 52

2.2.2 Представление информации в финансовой отчетности венчурных фондов в соответствии с требованиями МСФО 54

2.3 Специфические статьи финансовой отчетности венчурного фонда 57

2.4 Рекомендации для венчурных фондов по раскрытию информации 63

2.4.1 Формат финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества 63

2.4.2 Отчет для инвесторов 72

2.5 Выводы по главе 2 82

ГЛАВА 3 ОЦЕНКА ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ **84**

3.1 Методический инструментарий оценки венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных фондов 84

3.1.1 Данные для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций 84

3.1.2 Единица стоимостной оценки венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности 88

3.1.3 Алгоритм расчета справедливой стоимости инвестиций в соответствии с бизнес-моделью венчурного фонда 90

3.2 Методика оценки объекта венчурных инвестиций (портфельной компании) для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций 92

3.2.1 Затратный подход 93

3.2.2 Сравнительный подход 95

3.2.3 Доходный подход 102

3.2.4 Альтернативные методы оценки 107

3.3 Выводы по главе 3 115

ЗАКЛЮЧЕНИЕ **116**

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ **119**

ПРИЛОЖЕНИЕ А **138**

Подходы к определению инвестиций и их классификации 138

ПРИЛОЖЕНИЕ Б 144

Идентификационные признаки инвестиций в недавно созданные непубличные компании 144

ПРИЛОЖЕНИЕ В 146

Подходы к определению стадий развития объекта венчурных инвестиций 146

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования

Научно-технологическое развитие и увеличение количества компаний, осуществляющих технологические инновации, являются одним из программных приоритетов Российской Федерации. Венчурные инвестиции представляют неотъемлемый элемент развития инновационной экономики, так как активизируют создание малых и средних предприятий в наукоемких и высокотехнологичных отраслях, обеспечивают рост производства продукции с высокой добавленной стоимостью. В 2020 г. по уровню доступности венчурного финансирования РФ занимала 94-е место среди 141 страны, формирующей «Глобальный индекс конкурентоспособности» (Global Competitiveness Index)1, а доля венчурных инвестиций в ВВП РФ насчитывала 0,007%, что в 11 раз меньше аналогичного показателя в странах ОЭСР2. Сложная внешнеполитическая обстановка, которая сопровождается санкциями на импорт высоких технологий, обусловливает необходимость создания условий, способствующих развитию венчурной индустрии.

Несмотря на то, что Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. N 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» привнес эффективно работающую на развитых рынках капитала модель осуществления венчурных инвестиций в форме партнерства с ограниченной ответственностью в национальную бизнес-среду, обеспечив возможность создания венчурных фондов по договору инвестиционного товарищества, основной формой реализации венчурных инвестиций остаются закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ) с государственным участием. В отличие от управляющих компаний ЗПИФ, на которые накладывается требование Федерального закона от 27 июля 2010 г. № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности» в отношении подготовки и представления финансовой отчетности, для управляющих товарищей венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, отсутствуют аналогичные требования.

На развитых рынках капитала венчурные фонды (партнерства с ограниченной ответственностью) раскрывают информацию в финансовой отчетности, а также проходят

---

[1] https://tradingeconomics.com/russia/competitiveness-index

[2] Анализ механизмов венчурного и прямого инвестирования, осуществляемого с использованием средств федерального бюджета: отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия / Счетная палата Российской Федерации. – 2020. – 40 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://ach.gov.ru/upload/iblock/a29/a298f3e07b401a8d60e4e4afdd1671b7.pdf

обязательную процедуру ее аудита, несмотря на то что партнерство так же, как и инвестиционное товарищество, не является юридическим лицом.

Привлечение частных инвестиций в наукоемкие отрасли в инновационных секторах экономики невозможно без повышения уровня доверия со стороны инвесторов, которое обеспечивается в том числе достоверной, единообразно трактуемой, транспарентной информацией, раскрываемой в финансовой отчетности.

Изложенное выше обусловливает целесообразность разработки формы финансовой отчетности для венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества. Не менее важной задачей, которая не была решена, является разработка методического инструментария стоимостной оценки венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

Степень научной разработанности проблемы

Диссертационная работа опирается на труды отечественных и зарубежных исследователей. В экономической литературе поднимаются вопросы построения и развития национального венчурного рынка (Родионов, 2005; Каширин, Семенов, 2006; Рогова, 2011;), измерения инвестиционной активности российских компаний (Иващенко, 2019), оценки рисков инвестиционных проектов и проблематики построения финансовой архитектуры компании (Грачева и др., 2009; Ивашковская, 2012; Шеремет, Хорин, 2019). Ученые-экономисты занимались адаптацией МСФО к национальной системе учета и отчетности (Суйц, 2021; Чая, 2009; Шеремет, Соловьева, 2009; Соловьева, 2020). Стоимостная оценка элементов финансовой отчетности представлена в работах (Полякова, Старовойтова, Соловьева, 2004). Проблематика развития цифровой экономики в РФ рассматривается в исследованиях (Макаров, Лугачев, 2019; Ульянова, Лугачев, Скрипкин, 2019).

Анализ эмпирических исследований выявил отсутствие единого подхода к определению венчурных инвестиций. В одних работах венчурные инвестиции определяются через стадии жизненного цикла компании (Divakaran et al., 2014; Wessendorf, Hammes, 2018), в других — акцент ставится на инвестиционных стадиях развития (Kuckertz et al., 2019; Kaminski et al., 2019; Gvetadze et al., 2020; Isaksson, 2006; Craig, 2020; Wessendorf et al., 2019; Momtaz, 2020; Bergemann, Hege, 1998; Cornelli, Yosha, 2003; Gompers, 1995; Witt, Brachtendorf, 2006); ряд авторов определяет венчурные

инвестиции через раунды финансирования (Plummer, 1987; Каширин, Семенов, 2014; Feldman, 2013; Klonowski, 2010; Schwienbacher, 2008).

Эффективность использования бизнес-модели венчурных фондов (партнерств с ограниченной ответственностью) для реализации венчурных инвестиций на развитых рынках капитала исследовалась в работах (Johan, Zhang, 2020; Cumming, Walz, 2010; Chakraborty, Ewens, 2018; Jenkinson et al., 2013; Fried, Ganor, 2006; Cumming, Dai, 2010; Jelic, 2020, Korteweg, 20017). Исследование экономической российской литературы показало отсутствие разработанной бизнес-модели для венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества.

Ученые исследовали обширный перечень научных вопросов, связанных с оценкой стоимости портфельных компаний венчурных фондов для определения стоимостной оценки венчурных инвестиций с целью представления информации о них в финансовой отчетности. Проблематика применения традиционных методов оценки представлена в работах (Hoseini, Esfanjani, 2019; Laitinen, 2017; Barg et al., 2021; Pepis et al., 2018; Berk, De Marzo, 2020; Damodaran, 2002, 2009; Stowe et al., 2001). В рамках доходного подхода предметом наиболее активных дискуссий (Steffens, Douglas, 2007; Hoseini et al., 2019; Sahlman, 2009; Frei, Leleux, 2003; Scherlis, Sahlman, 1989) является выбор ставки дисконтирования и расчет денежного потока (Laitinen, 2019; Garnsey, Stam, Heffernan, 2006; Coad et al., 2013). В рамках рыночного подхода внимание экспертов (Pratt, 2001; Koeplin et al., 2000; Bernardo et al., 2021; Barg et al., 2021; Laitinen, 2017) сосредоточено на выборе мультипликатора, расчете дисконта. Проблематика использования методов оценки в рамках затратного подхода исследуется в работах (Krishna et al., 2016; Goldman, 2008; Damodaran, 2009). Дискуссии в отношении использования альтернативных методов оценки стоимости портфельных компаний представлены в исследованиях (Payne, 2011; Berkus, 2012; Sahlman, Scherlis, 1987; Dehghan-Eshratabad, Albadvi, 2018; Dusatkova, Zinecker, 2016; Montani, 2020; Bhide, 1992; Alvarez, Barney, 2007). Анализ зарубежных эмпирических работ выявил отсутствие единого системного подхода к оценке стоимости портфельной компании венчурного фонда.

Анализ русскоязычных источников показал отсутствие академических работ в области раскрытия информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества. В зарубежных эмпирических работах внимание ученых сосредоточено на выявлении детерминант, которые влияют на стоимостную оценку венчурных инвестиций (Armstrong et al., 2006; Hand, 2005; Sievers et al., 2013; MacMillan

et al., 1987; Manigart et al., 1997; Tourani-Rad et al., 2003), а также на преимуществах использования справедливой стоимости для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных фондов (Nebb, Larsen, 2011; Czapala, Newell, 2012).

В англоязычной экономической литературе исследуется влияние условий партнерского соглашения и системы вознаграждения управляющего венчурным фондом на финансовые результаты фонда (Gompers et al., 2020; Robinson, Sensoy, 2013, 2016; McCahery, Vermeulen, 2013; Cheung, Corrado, 2009; Metrick, Yasuda, 2010; Hüther et al., 2019; Schell, 2016; Lerner, Nanda, 2020; Baker, Gompers, 2003; Gorman, Sahlman, 1989; Lerner, 1995; Amornsiripanitch et al. 2019). Влияние условий договора инвестиционного товарищества на систему раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных фондов не разработано в русскоязычных академических работах.

Цель и задачи исследования

Целью диссертационного исследования является разработка методического инструментария стоимостной оценки венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, для принятия обоснованных экономических решений.

Для достижения цели в работе были поставлены и решены следующие **задачи**:

1. идентифицировать объект венчурных инвестиций для разработки определения венчурных инвестиций с позиции их отражения в финансовой отчетности венчурного фонда;
2. выявить специфику реализации инвестиций венчурным фондом, созданным по договору инвестиционного товарищества, для уточнения его определения;
3. идентифицировать венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества, в качестве подотчетного субъекта;
4. предложить рекомендации по формированию отчетных статей для венчурного фонда;
5. представить научные основы методики определения стоимостной оценки венчурных инвестиций для раскрытия достоверной информации в финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества.

Объект и предмет исследования

Объект исследования – процесс реализации венчурных инвестиций. **Предметом**

исследования являются используемые в международной практике процедуры, способы, методы формирования информации для отражения венчурных инвестиций в финансовой отчетности венчурных фондов.

Научная новизна исследования

1.Предложено определение объекта венчурных инвестиций, которое в отличии от существующих, отражает непубличный и инновационный характер деятельности обладающего потенциалом роста хозяйственного общества с позиции инвестиционных стадий развития: посевной, стартовой, ранней и стадии расширения, а также идентифицирует его финансовые детерминанты в разрезе выручки, прибыли до вычета расходов по амортизации, процентам и налогам, чистой прибыли, чистого денежного потока.

2. Разработана бизнес-модель венчурного фонда (инвестиционного товарищества), учитывающая его отличительные особенности: ограниченный срок действия, отсутствие реинвестирования реализованной прибыли, участие управляющего венчурным фондом в создании стоимости объекта венчурных инвестиций, осуществление инвестиций раундами для снижения риска невозврата вложенных средств и обеспечения экономической деятельности объекта венчурных инвестиций на целевой инвестиционной стадии развития. Предложено квалификационное определение венчурных инвестиций с позиции их отражения в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) как вложение ресурсов в долевые инструменты объекта венчурных инвестиций, что не представлено в национальных нормативных и правовых актах.

3. Сформулировано определение венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, не имеющее аналогов в отечественной и зарубежной литературе, на основе характерных для разработанной бизнес-модели признаков: ограничение в составе активов под управлением, раскрытие инвестиционной стратегии, как венчурной, и отсутствие долгового финансирования для ее реализации, которое идентифицирует его в качестве подотчетного субъекта.

4. Выявлены специфические виды статей финансовой отчетности венчурного фонда: вложенный товарищами капитал, вознаграждение за успех, расходы на управление, которые отражают экономические отношения участников инвестиционного товарищества, а также предложены методические рекомендации их представления в разработанном автором формате финансовой отчетности венчурного фонда.

5. Предложен алгоритм расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) на основе разработанного автором системного подхода к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда), который, в отличие от существующих, основан на идентифицированных контрольных точках роста и финансовых детерминантах объекта венчурных инвестиций, а также на использовании соответствующего целевой инвестиционной стадии развития метода оценки его стоимости.

Теоретическая и практическая значимость работы

Результаты диссертационного исследования обобщают, дополняют и развивают теоретико-методологические основы раскрытия полной, достоверной и сопоставимой информации о венчурных инвестициях в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества). Практическая значимость работы заключается в возможности применения разработанных предложений и рекомендаций управляющими венчурными фондами (инвестиционными товариществами) для раскрытия информации в финансовой отчетности.

Полученные в работе результаты могут применяться Счетной палатой РФ для контроля за использованием средств бюджета, если в договоре инвестиционного товарищества участвуют федеральные и региональные институты развития; Министерством экономического развития РФ для оценки эффективности использования средств государственной поддержки, направленных венчурным фондам на финансирование инноваций. Разработанный терминологический аппарат, в частности, определение объекта венчурных инвестиций, венчурных инвестиций, венчурного фонда (инвестиционного товарищества) может использоваться органами законодательной власти для формирования системы нормативно-правового регулирования национального венчурного рынка и разработки механизмов его мониторинга. Самостоятельную практическую ценность представляет предложенный алгоритм определения справедливой стоимости венчурных инвестиций, который могут использовать управляющие венчурными фондами для разработки учетной политики в целях раскрытия информации в финансовой отчетности, а также внешние и внутренние аудиторы.

Теоретическая и методологическая основа исследования

Теоретической и методической основой для разработки инструментария

стоимостной оценки венчурных инвестиций и раскрытия информации о них в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) послужили национальные нормативные и правовые акты, эмпирические исследования, директивы, рекомендации, стандарты, разработанные международными профессиональными организациями, регулирующие оценку прямых и венчурных инвестиций, а также регламентирующие раскрытие информации, среди которых: Международные стандарты финансовой отчетности; Международные стандарты оценки (International Valuation Standards, 2020); Международные директивы по оценке прямых и венчурных инвестиций (International Private Equity and Venture Valuation Guidelines, 2018); Международные директивы по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях (International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines, 2012); Рекомендации по раскрытию информации для инвесторов (Investor Reporting Guidelines, 2018).

Для получения результатов и формулирования на их основе предложений и рекомендаций были использованы следующие методы исследования: описание, сравнение, анализ и синтез, аналогия, типология, обобщение, моделирование, формализация, системный и комплексный анализ.

Положения, выносимые на защиту

1.Предложенное определение объекта венчурных инвестиций с позиции инвестиционных стадий развития позволяет обобщить информацию о его финансовых детерминантах, которые необходимы для определения стоимостной оценки венчурных инвестиций с целью раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

2.Разработанная бизнес-модель венчурного фонда создает основу для финансирования инноваций, что способствует решению важной народнохозяйственной проблемы – обеспечения технологического суверенитета страны. Предложенное в рамках разработанной бизнес-модели определение венчурных инвестиций обосновывает их представление в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

3.Сформулированное определение венчурного фонда (инвестиционного товарищества) компенсирует недостающий терминологический аппарат в национальных нормативных и правовых актах, удовлетворяет критериям признания «инвестиционной организации» согласно требованиям МСФО, что обусловливает оценку венчурных

инвестиций по справедливой стоимости и способствует повышению прозрачности деятельности венчурных фондов за счет раскрытия информации в финансовой отчетности.

4.Предложенные методические рекомендации по раскрытию специфических для венчурного фонда (инвестиционного товарищества) статей финансовой отчетности обеспечивают сопоставимые данные для формирования отчетных показателей в финансовой отчетности институциональных инвесторов венчурного фонда, что способствует привлечению частного капитала на рынок венчурных инвестиций. Разработанный формат финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) создает единую инвестиционно-информационную среду, способствующую развитию национального венчурного кластера.

5.Разработанный системный подход к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций позволяет предложить алгоритм расчета справедливой стоимости долевых инструментов объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда), находящихся в инвестиционном портфеле венчурного фонда (инвестиционного товарищества), с учетом различных прав требования, которыми они обладают.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности

Содержание диссертационного исследования соответствует пунктам «Национальные и международные системы и стандарты бухгалтерского учета»; «Особенности формирования бухгалтерской (финансовой, управленческой, налоговой) отчетности по отраслям, территориям и иным сегментам хозяйственной деятельности» паспорта научной специальности 5.2.3 Региональная и отраслевая экономика (бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика).

Апробация результатов работы и публикации

Основные теоретические положения диссертации используются в учебно-педагогической и научной деятельности школы финансов факультета экономических наук НИУ ВШЭ. Результаты диссертационного исследования нашли практическое применение субъектами экономической деятельности, что подтверждается справками о внедрении.

Основные результаты диссертационного исследования представлены в 8 публикациях в рецензируемых научных изданиях общим объемом 10,7 п.л. (авторских 10,3 п.л.), в том числе 5 статей в журналах, рекомендованных Минобрнауки России и

Ученым советом МГУ имени М.В. Ломоносова для публикации научных результатов диссертационных работ (6,4 п.л., в том числе авторских 6 п.л.)

Структура работы

Структура и содержание диссертации определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертационная работа включает введение, три главы, заключение, список литературы, приложения. Общий объем исследования составляет 158 страниц, из которых 137 – основного текста, содержащего 20 таблиц и 3 рисунка. Список литературы включает 298 наименования.

Во введении обоснована актуальность темы диссертационной работы; сформулированы цель, задачи; обозначена степень научной обоснованности проблемы; выделены предмет и объект исследования; представлена научная новизна; определены положения, выносимые на защиту, а также теоретическая и практическая значимость исследования.

В первой главе **«Понятие венчурных инвестиций»** рассматриваются подходы к определению инвестиций и их классификации по объектам вложения для идентификации венчурных инвестиций в общей совокупности и выявления специфических признаков объекта венчурных инвестиций. Анализируется международный опыт функционирования венчурных фондов, организованных в форме партнерства с ограниченной ответственностью, на основании которого разработана бизнес-модель венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества. Исследуются способы структурирования раундов финансирования объектов венчурных инвестиций в зарубежной и национальной практике для определения венчурных инвестиций с позиции раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

Во второй главе **«Раскрытие информации венчурными фондами»** рассматривается система регулирования деятельности венчурных фондов, выявляются отличительные особенности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, для его идентификации в качестве подотчетного субъекта. Анализируется система раскрытия информации венчурными фондами (партнерствами с ограниченной ответственностью) на развитых рынках капитала с целью ее применения в РФ. Выявляются специфические статьи финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) и исследуется методика их представления. В

завершения главы предложен разработанный формат финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) и сформулированы рекомендации по раскрытию информации в «отчете для инвесторов».

В третьей главе **«Оценка венчурных инвестиций»** анализируются данные для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций, выявляется единица ее оценки для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества). Исследуются методы оценки объекта венчурных инвестиций в рамках затратного, рыночного и доходного подходов, а также специфических методов, используемых в венчурной отрасли, для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций.

В заключении представлены основные результаты диссертационного исследования.

ГЛАВА 1 ПОНЯТИЕ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

1.1 Экономическая природа венчурных инвестиций[3]

1.1.1 Инвестиции и их классификация

С развитием рыночной экономики многие экономические понятия приобрели новое содержание и значение в деятельности экономических субъектов, не остались в стороне и инвестиции. Термин «инвестиции» получил широкое распространение, однако ни в нормативных документах, ни в экономической литературе не сложилось единого определения. С целью его уточнения были проанализированы нормативные документы, регулирующие инвестиционную деятельность, а также труды российских и зарубежных экономистов.

Исторически понятие инвестиций чаще всего ассоциировалось с понятием капитальных вложений. Отождествление инвестиций с капитальными вложениями было характерно для учетной практики советского периода, когда инвестиции трактовались, как затраты на воспроизводство основных фондов, их увеличение и совершенствование (Хачатуров, 1979; Румянцев, 1972). В действующих нормативных документах делается акцент на капитальных вложениях, как основной форме инвестиций (Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ[4] «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений»). Но в специализированных словарях и экономической литературе можно найти и другие подходы к определению инвестиций. В одних работах подчеркивается долгосрочный характер вложений (Вахрин, Нешиутой, 2005; Райзберг, 2006; Поляк 2009; Евдокимова, 2008; Царев 2004), в других делается акцент на осознанном отказе от текущего потребления в пользу возможного, относительно большего, в будущем (Андрианова,

---

[3] Данный раздел написан на основании отдельных положений работ автора:

Макушина Е.Ю., Соловьева О.В. Подходы к классификации финансовых инвестиций // Аудит и финансовый анализ. – 2021. – № 5. – с. 37-41.
Макушина Е. Ю. Венчурное финансирование – путь к инновационной экономике в Российской Федерации // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – № 6. – с. 259-266.
Макушина Е. Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. – 2016. – № 3 (39). – с. 83-99.

[4] Федеральный закон от 25.02.1999 № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22142/. Далее по тексту № 39-ФЗ.

Валдайцева, Воробьева, 2011; Шарп, 1999; Фишер, Дорнбуш, Шмалензи, 1995; Бочаров, 2000). Ряд авторов утверждает, что ключевой характеристикой инвестиций является прирост капитала (Ример, Касатов, Матиенко, 2006; Валинурова, Казакова, 2010), или, наоборот, отождествляет инвестиции с затратами (Мэнкью, 2003; Ковалев, 2001) ***(Приложение А***).

В результате исследования было уточнено определение инвестиций: *инвестиции – это вложение ресурсов с целью получения экономических выгод и (или) достижения иного полезного эффекта в будущем, которые должны быть достаточными, чтобы компенсировать риск возможных потерь.*

Ученые-экономисты в академических работах прямо или косвенно поднимают вопросы классификации инвестиций. Наибольшее практическое значение в рамках диссертационного исследования имеет классификация инвестиций по объектам вложения. Анализ экономической литературы позволил выявить три подхода к классификации инвестиций по объектам вложения. Некоторые экономисты (Шарп, 1999; Ковалев, 2001; Царев, 2004; Поляк, 2009; Попондопуло, 2010; Евдокимова, 2008; Боровкова, 2004) классифицируют инвестиции на финансовые и реальные. В других работах (Некрасова, 2009; Бочаров, 2000; Вахрин, Нешитой, 2005; Валинурова, 2010; Бочаров, 2000) исследователи категоризируют инвестиции на финансовые и реальные, последние, в свою очередь, делят на инвестиции в материальные и нематериальные активы. Ряд авторов выделяет три отдельных блока в инвестициях: реальные, финансовые и инвестиции в нематериальные активы (Шеремет, 2008; Захарченко, 2009; Ример, Касатов, 2006) ***(Приложение А).***

Можно утверждать, что большинство экономистов классифицируют инвестиции по объектам вложения на финансовые и реальные. Под реальными инвестициями понимают вложение средств в оборотные и внеоборотные активы, которые способствуют созданию и развитию производства (Ример, Касатов, 2006; Нечитайло, Карлик, 2011). Финансовые инвестиции ученые-экономисты традиционно трактуют как вложения в ценные бумаги (Бочаров, 2000; Захарченко, 2009; Соловьева, 2020; Юзвович, Дегтярева, Князева, 2016).

Дискуссионным вопросом является определение места инвестиций в нематериальные активы в общей совокупности, а именно: целесообразность выделения отдельной категории или представления их в составе реальных инвестиций. С одной стороны, финансовые инвестиции и инвестиции в нематериальные активы не имеют материально-вещественной формы. С другой – между двумя категориями наблюдается

существенное отличие: инвестиции в нематериальные активы производятся экономическими субъектами для осуществления основной деятельности, то есть это инвестиции, которые необходимы для органического развития и без которых ведение бизнеса невозможно. Если рассматривать классификацию инвестиций под данным углом, то инвестиции в нематериальные активы являются частью реальных. В свою очередь, финансовые инвестиции осуществляются при наличии свободных ресурсов (всех их видов), которые могут быть изъяты из оборота и вложены с целью получения экономических выгод.

На наш взгляд, второй подход к классификации инвестиций является универсальным: инвестиции по объектам вложения делятся на финансовые и реальные, при этом инвестиции в нематериальные активы являются частью последних.

В нормативных актах, регулирующих национальную практику учета и раскрытия информации в финансовой отчетности, отсутствует термин «финансовые инвестиции», а используется другой – «финансовые вложения». С точки зрения автора, указанные термины являются взаимозаменяемыми. В Положении по бухгалтерскому учету 19/02 «Учет финансовых вложений»[5] не представлено определение финансовых вложений, а только поименованы объекты, которые при выполнении критериев признания, могут учитываться в качестве финансовых вложений. Подобная детализация приводит к тому, что нормативный документ быстро устаревает и с течением времени не отражает процессы, протекающие на финансовых рынках. На практике возникают объекты бухгалтерского учета, которые по экономической сути являются финансовыми вложениями, но не могут быть признаны из-за отсутствия в перечне нормативного документа.

Отметим, что в проекте федерального стандарта «Финансовые инструменты»[6] отсутствует определение финансовых инвестиций, или финансовых вложений. Авторы проекта ушли от традиционной для национальной практики формирования нормативного документа, в котором идентифицируется список объектов, которые могут быть отнесены к финансовым вложениям. Разработчики использовали опыт МСФО, что обусловило

---

[5] Приказ Минфина России от 10.12.2002 № 126н. (ред. от 06.04.2015) «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету "Учет финансовых вложений" ПБУ 19/02» (Зарегистрировано в Минюсте России 27.12.2002 N 4085) [Электронный ресурс]. – статья 3. Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_40251/. Далее по тексту ПБУ 19/02.

[6] разработан фондом развития бухгалтерского учета «Национальный негосударственный регулятор бухгалтерского учета «Бухгалтерский методологический центр», представлен на сайте Министерства Финансов РФ в ноябре 2020 г.

использование определения «финансовых активов», изложенного в МСФО (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление информации»[7]. С точки зрения автора, представляется уместным рекомендовать использование официального перевода МСФО (IAS) 32.

Автор разделяет позицию экономистов в отношении классификации инвестиций на две категории: финансовые и реальные. Однако понятие финансовых активов широкое и емкое по сравнению с финансовыми инвестициями (вложениями), представленными в нормативных документах и экономической литературе. Принимая во внимание современные тенденции в национальном нормотворческом процессе, на наш взгляд, классификация инвестиций по объектам вложения примет следующий вид: *«инвестиции в финансовые активы» и «инвестиции в нефинансовые активы», которые подразделяются на «инвестиции в нематериальные активы» и «инвестиции в активы, имеющие материально-вещественную форму»*.

1.1.2 Классификация инвестиций в финансовые активы

Вопросы классификации и систематизации инвестиций в финансовые активы, а также их роль в национальной экономике поднимается в работах многих исследователей (Булатов, 2001; Буренин, 2005; Брюков, 2006; Гибсон, 2005; Лещенко, 2006). Наиболее часто встречается классификация инвестиций по временному периоду – предполагаемый срок погашения или реализации. Ряд ученых (Игонина, 2005; Кропотов, 2012; Сошников, 2007) классифицируют инвестиции на краткосрочные (до одного года), среднесрочные (от одного года до трех лет) и долгосрочные (более трех лет). В работах других авторов (Шургин, 2015; Колмыкова, 2009; Дмитриева, 2013; Палий, 2008; Бернстайн, 2003) представлена классическая классификация – для целей учета и раскрытия информации в финансовой отчетности – в которой выделяют краткосрочные (до одного года) и долгосрочные (более одного года) инвестиции.

Американская классификация инвестиций основывается на принципе «типа ценной бумаги» (Соловьева, 2020; Hillier, Grinblatt, Titman, 2011), в данном случае выделяют инвестиции в долевые и долговые ценные бумаги.

В экономической литературе встречается и другая классификация: «по характеру

---

[7] Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 28.12.2015 № 217н. «Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 32 "Финансовые инструменты: представление"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193676/. Далее по тексту МСФО (IAS) 32.

участия в инвестировании» (Юзвович, Дегтярева, Князева, 2016). В рамках данной классификации ученые (Нечитайло, Карлик, 2011; Белых, Берсункаев, Виниченко, 2010; Елисеева, 2011) утверждают, что инвестиции могут быть категоризированы на прямые и портфельные, при этом первая группа инвестиций отличается от последней тем, что максимальная доля в уставном (складочном) капитале не может превышать 10%. Другие экономисты (Валинурова, Казакова, 2010; Сергеев, Веретенникова, 2010; Попондопуло, 2010; Боровкова, Мурашова, 2004; Вознесенская, 2011; Алексеева, Андреева, Андреев, 2011) считают, что принципиальное отличие между портфельными и прямыми инвестициями заключается в наличии контроля над объектом инвестирования.

Представленная выше классификация имеет место быть в экономической теории, однако с позиции раскрытия информации в финансовой отчетности, классификация инвестиций в долевые финансовые инструменты выглядит иначе (Соловьева, 2020, с. 183): «инвестиции, которые дают инвестору контроль над инвестируемой компанией; инвестиции, которые не дают инвестору контроль, но обеспечивают значительное влияние над инвестируемой компанией; инвестиции, которые не дают ни контроля, ни влияния над инвестируемой компанией» – инвестиции с пассивной долей владения.

На наш взгляд, классификация инвестиций «по характеру участия в инвестировании» не является достаточно полной, так как исключает инвестиции в долговые и конвертируемые финансовые инструменты. Данный пробел может восполнить классификация инвестиций в финансовые активы на основании присущего риска невозврата произведенных вложений (Isaksson, 2006; Hillier, Grinblatt, Titman, 2011). *В такой конфигурации инвестиции в финансовые активы будут классифицированы на: инвестиции в публичные (public) и непубличные/частные (private) компании.*

Дословный перевод с английского языка термина «private equity» – «частный капитал», «прямые инвестиции»[8]. Поясним предложенную классификацию в финансовые активы. Вложения в публичные компании осуществляются посредством приобретения финансовых инструментов (всех их видов) на организованных рынках капитала. В свою очередь, вложения в непубличные компании реализуется «напрямую», минуя фондовый рынок (private placement), что и определило устоявшийся термин «прямые инвестиции» (рис. 1).

[8] URL: https://www.multitran.com/m.exe?l1=1&l2=2&s=private%20equity

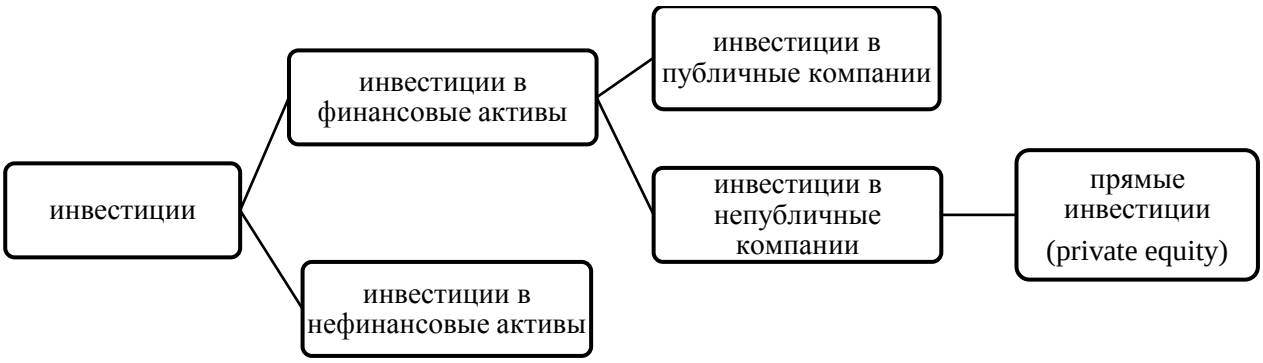

Рисунок 1 – Классификация инвестиций в финансовые активы на основании риска невозврата

Источник: разработано автором.

Анализ академических работ (Knaup, 2005; Watson, Everett, 1996; Knaup, Piazza, 2007; Damodaran, 2009) позволил выявить и систематизировать идентификационные признаки инвестиций в публичные и непубличные компании ***(Приложение Б)*** в разрезе: ликвидности вложений, риска невозврата инвестиций, мониторинга деятельности управляющей команды собственниками бизнеса, доступности капитала, специфичности активов, доступности информации для принятия инвестиционных решений (табл. 1).

Таблица 1 – Отличительные признаки инвестиций в публичные и непубличные компании

№	Признак	Инвестиции в публичные компании	Инвестиции в непубличные компании
1.	Ликвидность вложений	Высокая	Низкая
2.	Риск невозврата	Средний	Высокий
3.	Мониторинг деятельности управляющей команды собственниками бизнеса	Пассивный	Активный
4.	Доступность капитала	Высокая	Низкая
5.	Специфичность активов компании	Низкая	Высокая
6.	Доступность информации для принятия инвестиционных решений	Высокая	Низкая

Источник: разработано автором.

Предложенная классификация инвестиций в финансовые активы согласуется с определением публичного и непубличного общества, представленного в национальных нормативных и правовых актах (п. 1, ст. 66.3, ГК РФ)[9].

Термин «прямые инвестиции» является неоднозначно трактуемым. Некоторые исследователи (Gilligan, Wright, 2008, Plummer, 1987) определяют прямые инвестиции как

[9] «Публичным является акционерное общество, акции которого и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законами о ценных бумагах». [п.1, ст. 66.3] Общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество, которое не отвечает признакам, указанным выше, признаются непубличными.
Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 03.08.2018) п.2, ст.66.3. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/

рискованные вложения, направленные на финансирование компаний, находящихся как на ранних, так и на поздних стадиях развития. Ряд авторов (Gompers, Lerner, 2000; Kaplan, Stromberg, 2009) утверждает, что прямые инвестиции относятся к классу активов, в которых инвестор приобретает неликвидные, не котирующиеся на бирже финансовые инструменты.

Анализ отчетов, которые публикую регулирующие органы и некоммерческие профессиональные организации, деятельность которых направлена на развитие рынка прямых и венчурных инвестиций ***(Приложение В)***, показал отсутствие единого подхода к определению термина «прямые инвестиции». Например, в рекомендациях, подготовленных Британской ассоциацией венчурных инвестиций[10] подчеркивается, что в Европейском Союзе термин «венчурное финансирование» используется синонимично с понятием «прямые инвестиции» (BVCA, 2010). В свою очередь, Банк России определяет прямые инвестиции, как вложения в непубличные компании, которые обладают значительным потенциалом роста (Банк России, 2020) [11].

Таким образом, критический анализ источников информации подтвердил существование различных интерпретаций термина «прямые инвестиции» и отсутствие единого представления о системе функционирования рынка прямых инвестиций в целом.

1.1.3 Венчурные инвестиции в общей совокупности инвестиций

Для решения обозначенной выше проблемы были проанализированы подходы к категоризации прямых инвестиций, представленные в зарубежных исследованиях. В рамках первого подхода (табл. 2) прямые инвестиции были классифицированы следующим образом: венчурные инвестиции; кредитный выкуп; инвестиции, направленные на финансирование «особых случаев» (Bance, 2004). В рамках второго подхода из совокупности прямых инвестиций исследователями (Metrick, Yasuda, 2010) были выделены четыре блока: венчурные инвестиции; мезонинные инвестиции; кредитный выкуп; инвестиции, направленные на реструктуризацию и оздоровление компании (табл. 3).

---

[10] BVCA. A Guide to Private Equity [Электронный ресурс]. – 2010. – 56 p. – p. 4. – Режим доступа: https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf. Далее по тексту BVCA (2010).

[11] Банк России. Доклад для общественных консультаций «Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг» [Электронный ресурс]. – 2020. – Режим доступа: https://www.cbr.ru/analytics/d_ok/Consultation_Paper_200811/. Далее по тексту Банк России (2020).

Таблица 2 – Виды прямых инвестиций (Bance, 2004)

№ п/п	Виды прямых инвестиций	Описание
1.	*Венчурные инвестиции (Venture capital)*	Данную категорию можно описать как «бизнес строительства нового бизнеса». Венчурные инвестиции направлены на инвестирование в новые растущие компании.
2.	*Кредитный выкуп (Leverage Buyout)*	Инвестиции направлены на финансирование сделок приобретения мажоритарной доли собственного капитала компании-реципиента, с использованием заемных средств, с целью получения контроля, что обычно влечет за собой смену собственников. Другой вариант осуществления инвестиций носит название «покупай и строй» (buy-and-build), что позволяет существенно расширить бизнес за счет приобретения сторонних компаний, обеспечивая рост бизнеса за счет внешних источников (external growth).
3.	*Инвестиции, направленные на финансирование «особых случаев» (Special Situation)*	Спектр реализации инвестиционной стратегии не ограничивается вложениями в долевые финансовые инструменты компании-реципиента. В «особых случаях» вложения могут быть осуществлены в проблемные долговые обязательства, в субординированный долг, которые при наступлении определенного события в будущем могут быть конвертированы в долевые инструменты компании-реципиента инвестиций.

Источник: разработано автором на основании (Bance, 2004, с.2-3).

Таблица 3 – Виды прямых инвестиций (Metrick, Yasuda, 2010)

№ п/п	Виды прямых инвестиций	Описание
1.	*Венчурные инвестиции (Venture capital)*	Инвестиции направлены на создание нового бизнеса, его развития за счет внутреннего органического роста компании-реципиента.
2.	*Мезонинные (Mezzanine) инвестиции*	Данная категория занимает промежуточное место между группами «венчурные инвестиции» и «инвестиции, направленные на выкуп с использованием заемных средств», так как они осуществляются при помощи субординированного долга и опциона на обыкновенные акции. Таким образом, инвестиции являются структурированным финансовым инструментом, который содержит долевую и долговую части.
3.	*Кредитный выкуп (Leverage Buyout)*	Для данных инвестиций характерны два направления: во-первых, сделки по выкупу большей части обыкновенных акций публичной компании (public-to-private transactions), а, следовательно, изменения ее организационно-правовой формы; во-вторых, стратегия «покупай и строй» (buy-and-build), которая позволяет существенно расширить бизнес за счет приобретения сторонних компаний. Таким образом, рост компании обеспечивается за счет внешних источников (external growth). Инвестиции реализуются с использованием долгового финансирования.
4.	*Инвестиции, направленные на реструктуризацию и оздоровление (Distress)*	Данная категория представляет собой частный случай. Преимущественно инвестиции направлены на приобретение компании, находящейся на стадии банкротства. Сделки финансируются с использованием долгового финансирования.

Источник: разработано автором на основании (Metrick, Yasuda, 2010, с.7)

Заметим, категория «инвестиции, направленные на финансирование особых случаев», представленная в первом исследовании, может быть разделена на два блока: «мезонинные инвестиции» и «инвестиции, направленные на реструктуризацию и оздоровление». В такой конфигурации, содержательная часть, изложенная в двух подходах, выглядит одинаково.

Детальный анализ представленной информации (табл. 2, 3) позволил сделать несколько ключевых выводов: а) рынок прямых инвестиций является неоднородным; б) при реализации инвестиционной стратегии используются не только долевые, но и долговые финансовые инструменты объекта инвестиций; с) прямые инвестиции могут быть классифицированы по цели использования полученного финансирования.

В данном случае следует уделить внимание видам прямых инвестиций, отличных от венчурных, так как, на первый взгляд, можно заметить противоречие с представленной выше классификацией инвестиций в финансовые активы на основании присущего риска невозврата. Например, одной из стратегией инвестиций, направленных на выкуп с использованием заемных средств, (табл. 2, 3) является приобретение большей части обыкновенных акций публичной компании, то есть, фактически, осуществление делистинга, который приводит, во-первых, к смене собственников; во-вторых, к изменению организационно-правовой формы. Выводы автора подтверждается положениями Глобальных стандартов оценки результатов инвестирования (Global Investment Performance Standards, GIPS): к прямым инвестициям относят вложения в публичные компании с намерением сделать их в последствии непубличными[12].

Классификация прямых инвестиций, предложенная во втором подходе, носит практико-ориентированный характер и согласуется с положениями, представленными в международных документах, которые готовят профессиональные участники, заинтересованные в улучшении качества и повышении эффективности деятельности инвестиционных фондов, среди которых AICPA[13], CFA Institute[14].

Сформулированное выше позволило автору классифицировать прямые инвестиции по цели использования полученного финансирования объектом инвестиций: венчурные инвестиции; мезонинные инвестиции (бридж-финансирование); кредитный выкуп;

---

[12] Global Investment Performance Standards (GIPS®). CFA Institute [Электронный ресурс]. – 2012. – p. 367. Режим доступа: https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/code/gips/gips-handbook-3rd-edition.ashx. Далее по тексту GIPS (2012).

[13] AICPA. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies. Accounting and Valuation Guide. Working Draft. – 2018. – p. 298. Далее по тексту AICPA (2018).

[14] Global Investment Performance Standards… p. 367.

инвестиции, направленные на реструктуризацию и оздоровление компании.

Таким образом, в результате проведенного исследования были получены следующие результаты: уточнено определение инвестиций в широком смысле; предложена классификация инвестиций по объектам вложения; разработана категоризация инвестиций в финансовые активы на основе присущего вложениям риска – инвестиции в публичные компании и инвестиции в непубличные компании (прямые инвестиции), что позволило идентифицировать венчурные инвестиции в общей совокупности (рис. 2).

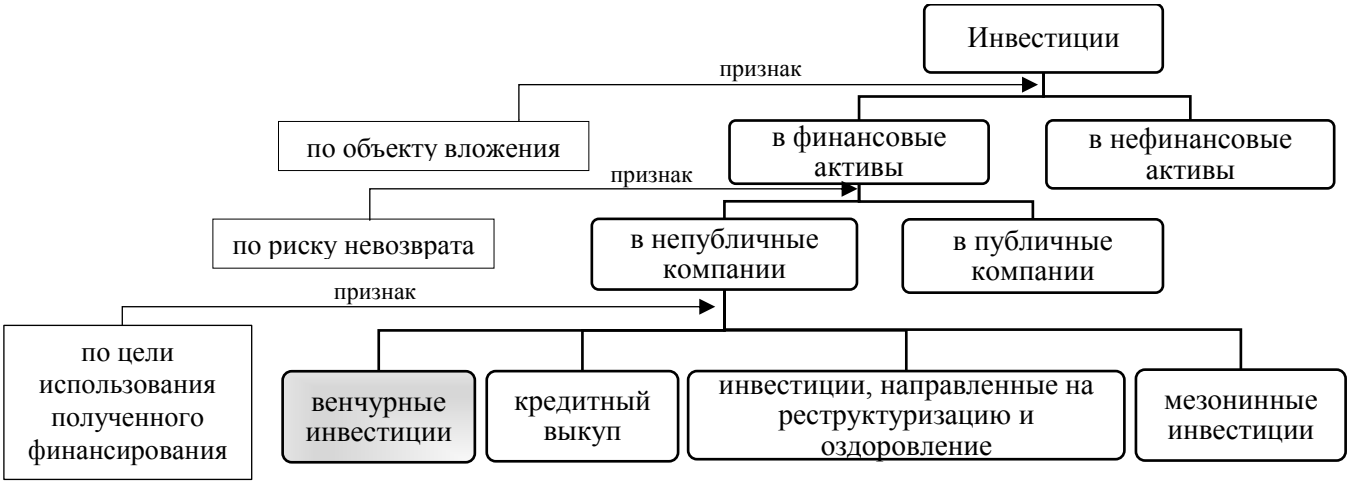

Рисунок 2 – Классификация инвестиций

Источник: разработано автором.

1.2 Венчурные инвестиции – элемент системы финансовой отчетности венчурных фондов [15]

Термин «венчурные инвестиции» является заимствованным, происходит от английского слова «venture», что переводится как «рискованное, смелое предприятие, рискованная попытка, опасная затея»[16].

Анализ национальных нормативных и правовых актов показал отсутствие разработанного термина «венчурные инвестиции». Исследование экономической

---

[15] Данный раздел написан на основании отдельных положений работ автора:

Макушина Е.Ю. Выявление зависимости между финансовыми инструментами для структурирования венчурного раунда и инвестиционной стадией развития портфельной компании // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2021. – № 4 (23). – с. 163–179.
Макушина Е. Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. – 2016. – № 3 (39). – с. 83–99.
Макушина Е.Ю. Матрица выбора метода оценки стоимости портфельной компании на венчурных стадиях развития // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2022. – № 1. – с. 41–59.

[16] URL: https://www.multitran.com/mu.exe?s=venture&l1=1&l2=2

литературы позволило автору сделать вывод о том, что термин «венчурные инвестиции» специфицируется неоднозначно, а также разработать следующие три авторских подхода к их определению: ***1) венчурные инвестиции осуществляются в компании, находящиеся на ранних стадиях развития*** (Ayayi, 2000; Divakaran et al., 2014; Wessendorf, Hammes, 2018; Divakaran, 2014); ***2) венчурные инвестиции реализуют профессиональные инвесторы*** (Wright, Robbie, 1996; Юзвович, Дегтярева, Князева, 2016; Isaksson, 2006; Rin, Penas, 2015); ***3) венчурные инвестиции позиционируются в разрезе раундов финансирования*** (Каширин, Семенов, 2014; Feldman, 2013; Klonowski, 2010; Bellucci, Gucciardi, Nepelski, 2021).

1.2.1 Идентификационные признаки объекта венчурных инвестиций

Анализ экономической литературы, статистических и методических материалов, которые готовят профессиональные отраслевые организации и национальные венчурные ассоциации, проведенный в рамках исследования первого подхода к определению венчурных инвестиций, позволил автору утверждать, что для разработки термина «венчурные инвестиции», в первую очередь, необходимо идентифицировать объект венчурных инвестиций.

В национальных нормативных и правовых актах для определения объекта венчурных инвестиций используется термин «инновационный проект» (Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «О науке и государственной научно-технической политике» от 31 июля 2020 г. № 309-ФЗ), под которым понимается «комплекс направленных на достижение экономического эффекта мероприятий по осуществлению инноваций, в том числе по коммерциализации научных и (или) научно-технических результатов»[17]. Однако, определение объекта венчурных инвестиций через «инновационный проект» не позволяет идентифицировать венчурные инвестиции (то есть, вложения в объект венчурных инвестиций) с позиции раскрытия информации в финансовой отчетности инвестора.

В академических работах и экономической литературе можно найти и другие определения объекта венчурных инвестиций. Наиболее часто в эмпирических исследованиях используется термин «стартап» (Bhide, 1992; Goldman, 2003; Azka,

---

[17] Федеральный закон от 21.07.2021 № 254–ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О науке и государственной научно-технической политике"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&prevDoc=102043112&backlink=1&&nd=102149556

Faturohman, 2020; Miloud, Aspelund, Cabrol, 2012; Barg, Drobetz, Momtaz, 2021; Choi et al., 2020), который экономисты определяли, как недавно созданную компанию, обладающую значительным потенциалом роста (Akkaya, 2020; Hoseini, Esfanjani, 2019; Oliveira, Zones, 2018; Laitinen, 2017, 2019). Некоторые ученые идентифицировали объект венчурных инвестиций, как «молодую компанию» (young company) (Damodaran, 2009; Kollmann et al., 2016; Peemöller et al., 2001). Другие исследователи (Bellucci, Gucciardi, Nepelski, 2021; Ballesteros-Ruiz, Cardenas-del Castillo, 2019; OCED, 1997) отождествляли объект венчурных инвестиций с малыми и средними предприятиями (small and medium enterprises – SME).

Основываясь на полученных ранее выводах автора, венчурные инвестиции являются частью прямых инвестиций и осуществляются в непубличные компании (Choi et al., 2020; Akkaya, 2020). С точки зрения автора, унифицированным подходом, позволяющим идентифицировать первый характерный признак объекта венчурных инвестиций, является определение его организационно-правовой формы – непубличное хозяйственное общество.

Однако не все инвестиции в финансовые инструменты непубличных хозяйственных обществ являются венчурными.

На наш взгляд, второй ключевой характеристикой объекта венчурных инвестиций является его инновационная деятельность (Cheng et al., 2019; Nigro, Stahl, 2021; Lerner, Nanda, 2020; Akkaya, 2020). Именно инновационнная деятельность непубличного общества, результаты которой с большой вероятностью могут не быть достигнуты, с одной стороны, объясняет высокий уровень риска, связанного с венчурными инвестициями (Fisch, Momtaz, 2020; Kaplan, Strömberg, 2004; Momtaz, 2020); с другой – обусловливает потенциальный рост, который может привести к высокой отдаче от вложений (Popov, Roosenboom, 2013).

В диссертационной работе под инновационной деятельностью понимается: «деятельность (включая научную, технологическую, организационную, финансовую и коммерческую деятельность), направленная на реализацию инновационных проектов, а также на создание инновационной инфраструктуры и обеспечение ее деятельности»[18].

Сложность конкретизации третьей отличительной характеристики объекта

[18] Федеральный закон от 21.07.2021 № 254–ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О науке и государственной научно-технической политике"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&prevDoc=102043112&backlink=1&&nd=102149556

венчурных инвестиций связана с вариативностью подходов, представленных в эмпирических исследованиях, проблематика ее определения была исследована автором в трех аспектах:

- в разрезе стадий жизненного цикла (stage of the life-cycle) компании (Divakaran et al., 2014; Wessendorf, Hammes, 2018; Kimberly, Miles, 1980; Hannan, Freeman, 1984; McKelvey, Aldricb, 1983; Kazanjian, 1988; Банк России, 2020);
- в разрезе стадий развития компании (stage of development) (AICPA, 2018; NVCA Year Book, 2017; Damodaran, 2002; OCED, 1997; Plummer 1987);
- в разрезе инвестиционных стадий (investment stages), на которых инвесторы осуществляют венчурные инвестиции (Isaksson, 2006; Craig, 2020; Wessendorf et al., 2019; Achimská, 2020; Momtaz, 2021; РАВИ, РВК, 2017; Invest Europe, 2018; NVCA Year Book, 2017; РВК(а), 2019).

Нельзя не отметить, существенного вклада, который привнес И. Адизес (Adizes, 1979, 2004) в развитие теории жизненного цикла компании, полученные им выводы остаются востребованными не только теоретиками, но и практиками. Исследователь предложил следующие стадии жизненного цикла компании: «выхаживание», «младенчество», «давай-давай», «юность», «расцвет», «стабильность», «аристократизм», «ранняя бюрократизация», «бюрократизация», «смерть». Адизес (Adizes, 1979, 2004)[19] утверждал, что финансовые показатели (величина выручки, наличие положительного или отрицательного денежного потока), а также возраст компании не влияют на определение конкретной стадии жизненного цикла.

Последователи его теории (Scott, Bruce, 1987; Dickson, 2010) усовершенствовали полученные предшественником выводы и предложили идентифицировать стадии жизненного цикла в зависимости от достижения компанией положительного или отрицательного денежного потока от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности ***(Приложение В).*** Так, например, В. Диксон предложила следующие стадии жизненного цикла компании: становление, рост, зрелость, турбулентность, спад (Dickson, 2010). С точки зрения автора, только на двух стадиях жизненного цикла могут быть

[19] В научных работах (Scott, 1970; Smitb et al., 1985) был предложен ряд многостадийных (multistage) моделей жизненного цикла компании для прогнозирования закономерности развития и роста в виде дискретных временных интервалов – стадий (stages). Исследователи выделяли трехступенчатые модели (Blake et al., 1966; Cooper, 1979), четырехступенчатые модели (Hosmer et al., 1977; Rhenman, 1973), модели из пяти или более ступеней (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984; Van de Ven et al., 1984). Не менее значимы работы (Miller, Friesen, 1984; Greiner, 1972; Torbert, 1974), в которых были систематизированы стадии жизненного цикла компании.

реализованы венчурные инвестиции, а именно: становление и рост.

В отличии от первого подхода, в котором стадии жизненного цикла (stage of the life-cycle) рассматривались с позиции стратегического менеджмента и административного управления, во втором – стадии развития (stage of development) позиционировались в разрезе создании стоимости компании (Damodaran, 2002; AICPA, 2018; NVCA Year Book, 2017). Например, Дамодаран (Damodaran, 2002) выделил пять стадий развития компании: стартовая (start-up), расширение (expansion), быстрый рост (high growth), зрелость (mature growth), упадок (decline). В отчетах международных организаций и национальных ассоциаций, осуществляющих исследование и мониторинг венчурного рынка, для фиксации момента осуществления венчурных инвестиций использовались «стадии развития бизнеса» (stages of business development) (OCED, 1997)[20].

Однако, потребность в венчурных инвестициях недавно созданных компаний, разрабатывающих уникальный продукт или услугу, характерна на самых ранних стадиях жизненного цикла или стадиях развития. С точки зрения автора, как стадии жизненного цикла, так и стадии развития представляют укрупненную классификацию, которая не отражает специфики реализации венчурных инвестиций, поэтому использование обозначенных выше подходов не позволяет идентифицировать финансовые метрики, необходимые для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций, а, следовательно, определения стоимостной оценки венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности.

Иллюстрацией проблематики идентификации инвестиционных стадий объекта венчурных инвестиций могут служить дискуссии, представленные в академических работах и рекомендациях, которые разрабатывают венчурные ассоциации (Craig, 2020; РВК(а), 2019; Invest Europe, 2019; Augusiak-Boro et al., 2018; РВК, 2017; РАВИ, РВК, 2017; NVCA Year Book, 2017; Kaplan, 1991; Plummer, 1987). Исследование названных источников позволило автору выявить следующие преимущества применения инвестиционных стадий развития для идентификации объекта венчурных инвестиций:

- представляют детализированную (узкую) последовательность стадий развития, на которых, с позиции инвестора, осуществляются венчурные инвестиции, а с позиции объекта инвестиций – поступает финансирование (Sahlman, 2009; Frei, Leleux, 2003);
- отражают риск невозврата вложенных инвестором ресурсов (Scherlis, Sahlman, 1989);

[20] подробно данный аспект раскрыт в ***Приложении В***.

- позволяют определить информацию о финансовых детерминантах объекта венчурных инвестиций (Макушина, 2021(а)).

Автором было определено, что в нормативных и правовых актах РФ не установлены инвестиционные стадии объекта венчурных инвестиций, что существенно усложняет подготовку аналитических отчетов органами государственной власти, в части оценки эффективности использования бюджетных средств, направленных на развитие венчурного кластера.

В экспертно-аналитических материалах, подготовленных Счетной палатой РФ[21] и Министерством экономического развития РФ[22], используется терминологический аппарат, разработанный Российской ассоциацией венчурного инвестирования (RVCA) в отношении категоризации инвестиционных стадий развития объектов прямых и венчурных инвестиций. На основании изложенного выше в рамках данной работы будет применяться классификация инвестиционных стадий развития, разработанная RVCA.

Так, RVCA следующим образом определяет инвестиционные стадии развития объекта венчурных инвестиций: ***посевная, стартовая, ранняя и стадия расширения***[23]**,** на которых реализуются венчурные инвестиции, и ***поздняя стадия***, на которой осуществляются прямые инвестиции (РАВИ, РВК, 2017). Первые четыре стадии, в рамках данной работы, будут называться ***венчурные инвестиционные стадии развития***.

Таким образом, автором предложено идентифицировать инвестиционные стадии развития объекта венчурных инвестиций с учетом национальной специфики систематизации информации о рынке прямых и венчурных инвестиций.

Для подтверждения сделанных автором выводов относительно целесообразности использования инвестиционных стадий развития объекта венчурных инвестиций ниже приведены результаты исследования (Craig, 2020), в котором были систематизированы финансовые метрики, используемые для оценки стоимости компаний, профинансированных венчурными фондами в разрезе: средней величины инвестиций; среднего размера мультипликатора выручки; среднего размера мультипликатора

---

[21]Анализ механизмов венчурного и прямого инвестирования, осуществляемого с использованием средств федерального бюджета: отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия / Счетная палата Российской Федерации; аудитор Зайцев Д.А. – 2020. – 40 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://ach.gov.ru/upload/iblock/a29/a298f3e07b401a8d60e4e4afdd1671b7.pdf

[22]https://www.economy.gov.ru/material/about/otkrytoe_ministerstvo/rezultaty_proverok/otchet_o_rezultatah_ekspertno_analiticheskogo_meropriyatiya_analiz_mehanizmov_venchurnogo_i_pryamogo_investirovaniya_osushchestvlyaemogo_s_ispolzovaniem_sredstv_federalnogo_byudzheta.html

[23] Следует отметить, что стадия «расширения» является пограничной: на данной инвестиционной стадии могут проявлять заинтересованность в объекте инвестиций, как венчурные фонды, так и фонды прямых инвестиций.

пользователей; размера приобретаемой доли фондом в портфельной компании; ожидаемого время до выхода венчурного фонда из инвестиции; значения постинвестиционной стоимости портфельной компании (табл. 4).

Таблица 4 – Финансовые показатели на венчурных инвестиционных стадиях

показатели	инвестиционные стадии развития			
	посевная	стартовая	ранняя	расширения
средняя величина инвестиций в портфельную компанию *млн. долл. США, медианное значение*	0,5	0,5	1,5	1,5
средний размер мультипликатора выручки, *млн. долл. США, медианное значение*	1	1	2,25	3
средний размер мультипликатора пользователей, *медианное значение*	2,3	4,5	4,8	4
размер приобретаемой доли фондом в портфельной компании, *медианное значение*	5%	5%	15%	5%
ожидаемое время до выхода из инвестиции, *медианное значение, количество лет*	6	6	5	3,5
значение постинвестиционной стоимости портфельной компании (post-money value), *млн. долл. США, медианное значение*	5	7,5	15	55

Источник: Craig, 2020, с. 53

Автором было предложено определить функциональную нагрузку каждой инвестиционной стадии развития объекта венчурных инвестиций в разрезе финансовых детерминант, необходимых для оценки его стоимости. Исследование экономической литературы и академических работ (РАВИ, РВК, 2017; Augusiak-Boro et al., 2018; AICPA, 2018; Craig, 2020; Köhn, 2018; NVCA Year Book, 2017; Invest Europe, 2019; Reinfeld, 2018; Klandt, 2006; Hahn, 2014; Kaplan, 1991; Heinrichs, 2009) позволило автору следующим образом специфицировать информацию на венчурных инвестиционных стадиях развития:

Посевная стадия характеризуется наличием идеи, отсутствием завершенной концепции развития бизнеса, проведением маркетинговых исследований, разработкой или тестированием прототипа. Зачастую, на данной стадии не зарегистрировано или находится в процессе регистрации юридическое лицо, не сформирована команда (Hahn, 2014). Самые высокие риски невозврата инвестиций (табл. 5).

Стартовая стадия отличается наличием зарегистрированного юридического лица; сформированной командой; началом разработки продукта; осуществлением пробных продаж, которые подтверждают или опровергают наличие платежеспособного спроса; присутствием незначительной выручки (Reinfeld, 2018; Klandt, 2006), что обусловливает высокие риски невозврата вложенных средств (табл. 5).

Ранняя стадия идентифицируется началом производства продукта или запуском проекта; завершением маркетинга; активными продажами, сфокусированными на целевой группе потребителей, которые становятся прогнозируемыми; ростом выручки при незначительном положительном (зачастую отрицательном) значении EBITDA[24], отрицательным финансовым результатом; ростом численности персонала (Köhn, 2018). При этом риск невозврата вложенных инвестиций все еще остается высоким (табл. 5).

Стадия расширения определяется быстрым ростом рыночной доли, которая обеспечивается растущим числом потребителей и выходом на новые рынки сбыта (Hahn, 2014; Heinrichs, 2009). На данной стадии темп роста выручки превышает темп роста EBITDA (РВК(а), 2019); может наблюдаться положительный денежный поток, что свидетельствует о том, что продукт принят рынком (Reinfeld, 2018). Риск невозврата инвестиций снижается, что обусловлено стабильным развитием коммерчески успешного продукта (табл. 5).

Таким образом, предложенная автором функциональная нагрузка инвестиционных стадий развития позволила идентифицировать финансовые детерминанты объекта венчурных инвестиций в разрезе показателей: выручки, EBITDA, чистой прибыли, чистого денежного потока (FCFF); систематизировать их и представить в табличном виде (табл.5).

Таблица 5 – Финансовые детерминанты на венчурных инвестиционных стадиях объекта инвестиций

Финансовый показатель	**Венчурные инвестиционные стадии развития компании**			
	посевная	**стартовая**	**ранняя**	**расширения**
Выручка	отсутствует	пробные продажи	начало роста выручки	быстрый рост выручки
EBITDA	отрицательная	отрицательная	может быть положительной	положительная
Чистая прибыль	отрицательная	отрицательная	отриц. / нулевая	положительная
Чистый денежный поток (FCFF)	отрицательный	отрицательный	отрицательный	положительный

Источник: разработано автором.

Сделанные выше допущения в отношении финансовых детерминант (табл. 5) согласуются с традиционной для индустрии кривой «Джей» (J-curve), которая описывает динамику изменения денежного потока в зависимости от инвестиционной стадии

[24] Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITDA) – прибыль до вычета расходов по процентам, налогам и амортизации. Далее по тексту – EBITDA.

развития компании (Korteweg, 2017). Резкое падение кривой на посевной стадии именуют «долиной смерти», которая определяет интервал между запуском продукта и получением подтверждения его способности генерировать выручку. В «долине смерти», в среднем, 9 из 10 запущенных проектов закрываются (Zider, 1998). На посевной и стартовой стадиях наблюдается отрицательный денежный поток, который отражает высокий уровень «прожигание денег» (burn rate) (РВК(а), 2019; NVCA Year Book, 2017).

В результате, автором следующим образом был ***определен объект венчурных инвестиций****: непубличное хозяйственное общество, которое осуществляет инновационную деятельность, обладает значительным потенциалом роста, находится на венчурных инвестиционных стадиях развития (посевной, стартовой, ранней, расширения). В отличие от существующих в экономической литературе, авторское определение объекта венчурных инвестиций позволило идентифицировать финансовые детерминанты, необходимые для его стоимостной оценки на каждой инвестиционной стадии развития в разрезе: выручки; прибыли до вычета расходов по амортизации, процентам и налогам; чистой прибыли; чистого денежного потока.*

1.2.2 Бизнес-модель венчурного фонда

Исследование, проведенное в рамках второго подхода к определению венчурных инвестиций, позволило автору сделать следующий вывод: на самых ранних инвестиционных стадиях развития объекта венчурных инвестиций источниками капитала являются личные сбережения основателей (создателей) бизнеса, средства, полученные от бизнес-ангелов, которые инвестируют относительно небольшие суммы, в отличии от венчурных фондов, которые предоставляют значительные средства тем же компаниям, но на следующих инвестиционных стадиях развития, что обусловливает непрерывное финансирование инноваций (Mason, Harrison, 2000).

Венчурные фонды сосредотачивают инвестиционный фокус на средней части классической S-образной кривой «жизни», избегая как начала жизненного цикла компании, когда потребности рынка в новой технологии сомнительны, так и более поздних этапов, когда конкуренция высока и консолидация отрасли неизбежна, а темпы ее роста замедляются. Исследователь (Zider, 1998) привел своей работе диаграмму «Время – это все», на которой показал, что на средней части S-образной кривой отрасли в период быстрого и ускоряющегося роста сложно отличить возможных «победителей» от «проигравших», поскольку их финансовые показатели и темпы роста «поразительно

похожи».

На основе анализа экономической литературы (Isaksson, 2006; Bance, 2004; Darian, 2010) автором был категоризирован венчурных рынок с позиции инвесторов, осуществляющих вложения, на два сегмента: формальный и неформальный. На первом действуют профессиональные инвесторы, которые привлекают и вкладывают средства третьих лиц, осуществляя профессиональную деятельность и обладая соответствующей правоспособностью: венчурные фонды, корпоративные (кэптивные) фонды, фонды фондов, кредитные институты и другие. На втором – вложения реализуют основатели объекта венчурных инвестиций, бизнес-ангелы, инвестируя собственные средства.

Под формальным рынком в рамках данной работы понимается «совокупность экономических отношений, связанных с финансированием новых, быстрорастущих компаний, обладающих существенным инновационным и экономическим потенциалом, сопряженным с высокой или относительно высокой степенью риска»[25].

Осуществление коллективных инвестиций на формальном рынке в РФ стало возможным после принятия Федерального закона от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»[26], который законодательно определил возможность их реализации путем создания акционерных и паевых инвестиционных фондов.

На протяжении длительного периода времени источниками финансирования инновационных компаний были частные лица (бизнес-ангелы), государственные институты развития как на федеральном, так и на региональном уровнях, иностранные инвесторы. Венчурные инвестиции на формальном рынке коллективных инвестиций осуществлялись через паевые инвестиционные фонды закрытого типа (ЗПИФ)[27], где в качестве основного инвестора выступало государство.

На сегодняшний день индустрия прямых и венчурных инвестиций в РФ проходит этап становления, о чем, среди прочего, свидетельствует количество венчурных фондов, действующих в РФ на конец 2021 г. – 159[28], по сравнению с США – более 28 тысяч венчурных фондов[29]. Следует подчеркнуть, что на развитых рынках капитала

---

[25] РВК (б). Стратегия развития рынка венчурных и прямых инвестиций в Российской Федерации на период до 2025 года и дальнейшую перспективу до 2030 года [Электронный ресурс]. – 2019. – с. 4. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/898/VC_Market_Development_Strategy_2019.pdf. Далее по тексту РВК(б) (2019).

[26] Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 28.06.2013.) «Об инвестиционных фондах» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/

[27] далее по тексту ЗПИФ

[28] Режим доступа: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2021-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf

[29] Режим доступа: https://pitchbook.com/venture-capital-database

наибольший объем и по капитализации, и по величине реализованных инвестиций приходится на частные фонды, созданные в форме партнерства с ограниченной ответственностью (Gilligan, Wright, 2010).

Управляющая компания закрытого паевого инвестиционного фонда аккумулирует средства вкладчиков и инвестирует их на основании договора доверительного управления, при этом инвесторы обладают долей в общей собственности, право на которую подтверждено ценной бумагой. Такая форма реализации венчурных инвестиций осложнена необходимостью получения лицензии, законодательным ограничением объектов вложения и лиц, имеющих возможность инвестирования.

Для обеспечения «организационно-правовой формы осуществления коллективной инвестиционной деятельности»[30], а также возможности вложения в высоко рискованные инвестиции широкому кругу инвесторов для реализации малых и средних инвестиционных проектов был принят Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. N 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе»[31]. Федеральный закон N 335-ФЗ привнес мировую практику реализации коллективных инвестиций в форме партнерства с ограниченной ответственностью в национальную бизнес-среду, обеспечив возможность создания венчурных фондов и фондов прямых инвестиций по договору инвестиционного товарищества.

Федеральный закон N 335-ФЗ разрешил соединять вклады нескольких лиц для осуществления совместной инвестиционной деятельности без образования юридического лица с целью извлечения прибыли. Под совместной инвестиционной деятельностью понимается «деятельность по приобретению и (или) отчуждению не обращающихся на организованном рынке акций (долей), облигаций хозяйственных обществ, товариществ, финансовых инструментов срочных сделок, а также долей в складочном капитале хозяйственных партнерств» (ст.2, № 335-ФЗ). Участниками инвестиционного товарищества могут быть коммерческие организации; некоммерческие организации; иностранные организации; физические лица в статусе индивидуального предпринимателя (ст.3, № 335-ФЗ).

В рамках данной юридической конструкции участники инвестиционного

---

[30] Пояснительная записка к проектам федеральных законов «Об инвестиционном товариществе» и «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «Об инвестиционном товариществе». Режим доступа: https://sozd.duma.gov.ru/bill/557184-5

[31] Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122222/. Далее по тексту № 335-ФЗ.

товарищества представлены управляющими товарищами и товарищами-вкладчиками. Управляющим товарищем может быть только юридическое лицо, на которого возложены функции: ведения налогового учета, осуществления оперативного и стратегического управления, финансового контроля (ст.3, № 335-ФЗ).

Анализ национальных нормативных и правовых актов позволил автору определить следующие преимущества реализации венчурных инвестиций по договору инвестиционного товарищества, по сравнению с ЗПИФ, среди которых: отсутствие налогообложения на уровне товарищества, простота контроля и управления, отсутствие НДС на услуги управляющего товарища, освобождение от налогообложения НДС при реализации доли в инвестиционном товариществе[32]. Следует подчеркнуть, что существенным изменением, которое приблизило национальную практику реализации венчурных инвестиций к международной, стала возможность инвестирования в финансовые инструменты непубличных обществ, что остается невозможным для паевых венчурных фондов закрытого типа.

Отсутствие академических работ, исследующих влияние бизнес-модели венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, на систему раскрытия информации в финансовой отчетности, обусловил исследовательский интерес к изучению зарубежного опыта.

Система функционирования фонда, организованного в форме партнерства с ограниченной ответственностью, состоит из пяти последовательных этапов: создание фонда; осуществление инвестиций; мониторинг деятельности портфельных компаний; выход из инвестиции; закрытие фонда.

Создание фонда. Процесс создание фонда напрямую связан с привлечением инвесторов (Cumming, Johan, 2009). Венчурный фонд, организованный в форме партнерства с ограниченной ответственностью, состоит из главного партнера (general partner) и партнеров с ограниченной ответственностью (limited partners). Под фондом понимают пул денежных средств, созданный на определенный срок, в течение которого партнеры принимают на себя обязательства внести денежные средства для осуществления инвестиций и оплаты операционных расходов, включая оплату услуг главного партнера. В конце обозначенного срока фонд самоликвидируется (self-

[32] Федеральный закон от 23 ноября 2020 г. N 374-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_368441/

liquidating fund). Главный партнер отвечает за управление фондом и размещение средств, что позволяет снизить его обязательства по участию в формировании зарезервированного капитала до 1–2% от согласованной с партнерами величины (Fleischer, 2008; Gompers et al. 2020).

Осуществление инвестиций. Этап инвестирования начинается с тщательного поиска и отбора компаний, которые потенциально могут принести высокую прибыль в будущем при выходе фонда из инвестиции (Lerner, Nanda, 2020). Венчурные фонды придерживаются стратегии инвестирования в компании, которые являются инициаторами технологических инноваций, вкладывают средства в разработку продукта, не генерируют выручку, а, следовательно, имеют отрицательный денежный поток (Choi et al., 2020; Akkaya, 2020). Риск невозврата инвестиций на данных стадиях максимально высокий так, как разрабатываемый продукт может не пройти проверку и последующие утверждение регулирующими органами, или не будет принят рынком (AICPA, 2018). Возможность получения значительной прибыли в случае успеха одной или нескольких инвестиций может компенсировать понесенные фондом убытки и обеспечить положительную общую доходность портфеля.

Венчурный фонд составляет список условий, которые, например, включают: оценочную стоимость объекта венчурных инвестиций, права инвесторов. Если основатели принимают условия, то начинается этап дью-дилидженс (due diligence), в ходе которого происходит анализ всех аспектов деятельности объекта инвестиций, а после закрытие сделки и проведение раунда финансирования.

Исследование национальной и зарубежной отраслевой практики позволило определить, что объект венчурных инвестиций, который был профинансирован фондом, называют «портфельной компанией».

Мониторинг деятельности портфельной компании. Венчурный фонд управляет риском «сжигания денежных средств» и высоким риском банкротства, используя последовательные раунды финансирования, при этом обеспечивая возможность для портфельной компании работать на целевой инвестиционной стадии развития. Привлеченное финансирование портфельная компания вкладывает в разработку продукта и его продвижение на рынок для создания стоимости, превышающей полученные инвестиции. Венчурный фонд отслеживает прогресс и соответствие полученных результатов бизнес-плану, что позволяет своевременно принять решение о целесообразности дальнейшего финансирования.

Венчурные фонды реализуют инвестиции, разделяя как возможные прибыли, так и риск потери, что обусловливает вовлечение управляющих венчурным фондов в экономическую деятельность портфельной компании (Gompers, 1994). Управляющий венчурным фондом участвует в собраниях правления портфельной компании (объекта инвестиций), принимает активную роль в назначении на должности, осуществляет консультирование и предоставляет экспертизу и помощь для развития объекта инвестиций (Cumming, 2010; Black, Gilson 1999). Таким образом, венчурный фонд не только предоставляет финансирование, но также реализует нефинансовую поддержку компании в форме наставничества и экспертизы (Hellman, Puri, 2002; Amornsiripanitch et al., 2019; Baker, Gompers, 2003).

Выход из инвестиции. Под «выходом» понимают первую крупную сделку (first majority liquidity event) с долевыми инструментами портфельной компании, которая приносит ликвидность участникам фонда. К выходу из инвестиции не может быть отнесена вторичная продажа. Самыми распространенными способами выхода из инвестиции (портфельной компании) являются: первичное публичное размещение; продажа стратегическому инвестору; продажа фондам поздних стадий (Gompers et al., 2020; Metrick, Yasuda, 2011). При вхождении фонда стоимость портфельной компании, как правило, является несущественной, однако к моменту выхода из инвестиции ее стоимость может многократно возрасти (Pollman, 2012).

Закрытие фонда. В зарубежной практике каждый фонд, в который входит от 10 до 20 портфельных компаний, формируется как отдельное партнерство. Венчурный фонд заканчивает существование, когда осуществлен выход из каждой портфельной компании вне зависимости от наличия или отсутствия успеха, что обеспечивает самоликвидацию фонда (Fried, Ganor, 2006).

Анализ национальных нормативных и правовых актов, а также англоязычных академических работ (Cumming, Johan, 2009; Fleischer, 2008; Gompers et al. 2020; Lerner, Nanda, 2020; Choi et al., 2020; Akkaya, 2020; Cumming, 2010; Black, Gilson 1999; Pollman, 2012; Fried, Ganor, 2006; Amornsiripanitch et al., 2019; Baker, Gompers, 2003) и документов, подготовленных международными организациями (AICPA, 2018), в которых исследовалась система функционирования венчурных фондов (партнерств с ограниченной ответственностью), позволил автору разработать ***бизнес-модель венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества:***

- *профессиональная команда, в лице управляющего товарища, аккумулирует денежные средства от товарищей-вкладчиков для создания венчурного фонда с целью осуществления* ***совместной инвестиционной деятельности*** *по договору инвестиционного товарищества, срок действия которого ограничен (не превышает 15 лет);*
- *вложенные товарищами средства – имущество венчурного фонда – принадлежат всем товарищам пропорционально доли их вклада в общее дело; каждый товарищ имеет право на получение доли в общем имуществе по истечению срока действия договора инвестиционного товарищества или достижения поставленной в нем цели;*
- *управляющий товарищ (юридическое лицо) инвестирует вложенные товарищами средства в* ***долевые инструменты объектов венчурных инвестиций*** *и управляет инвестиционным портфелем фонда на основании изменения их стоимости за установленное в инвестиционном договоре вознаграждение (расходы на управление; вознаграждение за успех);*
- *инвестиционная стратегия – создание стоимости объекта венчурных инвестиций с целью получения прибыли при выходе из инвестиции (продажа стратегическому инвестору; первичное публичное размещение; продажа фонду прямых инвестиций и др.). Реализованная прибыль, полученная при выходе венчурного фонда из инвестиции, распределяется между товарищами пропорционально их вкладу в общее дело – отсутствует возможность реинвестирования.*
- *реализация инвестиционной стратегии:*
    - *финансовая составляющая – предоставление финансирования раундами для снижения риска невозврата вложений, контроля за достижением объектом инвестиций согласованных с фондом контрольных точек роста для обеспечения возможности осуществления его экономической деятельности на целевой инвестиционной стадии развития;*
    - *нефинансовая составляющая – участие управляющего товарища венчурного фонда в экономической деятельности объекта инвестиций, которое обусловлено тем, что венчурный фонд разделяет с объектом венчурных инвестиций, как возможные прибыли, так и убытки (инвестирует в долевые инструменты объекта венчурных инвестиций).*

Разработанная автором бизнес-модель венчурного фонда (рис.3) формирует

понятные российским инвесторам и зарубежным партнерам условия реализации венчурных инвестиций за счет сближения национальной системы с самой распространенной формой их осуществления на развитых рынках капитала – партнерством с ограниченной ответственностью.

Рисунок 3 – Бизнес-модель венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества

Источник: разработано автором.

1.2.3 Квалификационное определение венчурных инвестиций

Выше было определено, что неотъемлемой частью бизнес-модели венчурного фонда (инвестиционного товарищества) является последовательное предоставление денежных траншей объекту венчурных инвестиций – раундов финансирования – для снижения риска невозврата вложений.

Анализ академических работ и экономической литературы при исследовании третьего подхода к определению венчурных инвестиций позволил автору сделать вывод, что раунды финансирования объекта венчурных инвестиций специфицируются неоднозначно. Некоторые исследователи рассматривали раунды финансирования в качестве самостоятельного цикла, не связанного с инвестиционными стадиями, который начинается в момент создания инновационной идеи и заканчивается выходом венчурного фонда из объекта инвестиций (Каширин, Семенов, 2014; Feldman, 2013; Bellucci,

Gucciardi, Nepelski, 2021; Klonowski, 2010). В других работах раунды финансирования объекта венчурных инвестиций исследовались в связке со стадиями развития бизнеса (stages of business development) (OCED, 1997) ***(Приложение В).***

В отчетах, которые готовят профессиональные организации, осуществляющие исследование и мониторинг венчурного рынка (Bellucci, Gucciardi, Nepelski, 2021), а также в некоторых академических работах (Kuckertz et al., 2019; Kaminski et al., 2019; Ruhnka, Young, 1991; Gvetadze et al., 2020) синонимично использовались понятия «раунды финансирования» и «инвестиционные стадии развития» объекта венчурных инвестиций. По мнению автора, обозначенный выше подход объясняется тем, что эмпирические исследования основываются на статистической информации, содержащейся в базах данных (VentureSource, Thomson Venture Economics, Crunchbase), в которых информация систематизирована без уделения должного внимания экономической сути применяемого терминологического аппарата ***(Приложение В).***

Анализ академических работ (Coyle, Polsky, 2013; Kaplan, Strömberg, 2003; Cumming, 2005; Hellmann, 2006; Schmidt, 2003; Casamatta, 2003) позволил автору определить, что ученые сосредотачивали исследовательский фокус на инвестиционных стадиях развития, если проводили оценку стоимости объекта венчурных инвестиций, и на раундах финансирования при анализе организационно-правовых аспектов реализации венчурных инвестиций, в частности, при выборе финансовых инструментов, которыми структурируется раунд финансирования.

На основе исследования эмпирических работ (Bergemann, Hege, 1998; Cornelli, Yosha, 2003; Gompers, 1995) автором выявлено, что раунды финансирования непосредственно связаны с инвестиционными стадиями развития объекта венчурных инвестиций так, как получение каждого раунда является основополагающим критерием оценки реальной жизни инновационной компании и маркером достижения согласованных с фондом контрольных точек роста (Bergemann, Hege, 1998; Cornelli, Yosha, 2003; Gompers, 1995; Witt, Brachtendorf, 2006), следовательно, перехода на следующую инвестиционную стадию развития (Schwienbacher, 2008).

Таким образом, автором выявлено, что раунды финансирования: 1) являются неотъемлемой частью бизнес-модели венчурного фонда (инвестиционного товарищества); 2) позволяют идентифицировать инвесторов в зависимости от величины привлекаемого финансирования объектом венчурных инвестиций (Макушина, 2021(а)); 3) влияют на выбор финансовых инструментов, которые использует венчурный

фонд при реализации венчурных инвестиций; 4) связаны с инвестиционными стадиями развития.

Критический анализ профессиональной литературы (РВК (а), 2019; IPEV, 2018) позволил автору разработать систему контрольных точек роста объекта венчурных инвестиций в разрезе: финансовых показателей; технических показателей продукта; показателей маркетинга и продаж; операционных метрик (табл. 6). Применение предложенных автором контрольных точек роста позволяет управляющему венчурным фондом принять решения о целесообразности проведения следующего раунда финансирования на целевой инвестиционной стадии развития объекта венчурных инвестиций.

Таблица 6 – Контрольные точки роста объекта венчурных инвестиций

Группа показателей	**Контрольные точки роста**
финансовые показатели	— выполнение/невыполнение намеченных точек роста (величина выручки; количество заказов; сокращение расходов); — сокращение уровня сжигания денежных средств (burn rate); — достижение валовой прибыли; — достижение прибыли до вычета расходов по процентам и налогам (EBIT); — достижение точки безубыточности; — достижение положительного операционного денежного потока; — достижение положительного денежного потока, доступного всем поставщикам капитала (FCFF);
технические показатели продукта	— степень завершенности разработки продукта/услуги; — альфа/бета тесты продукта; — регистрация патента не завершена / патент получен; — запуск нового продукта / новой версии продукта; — получение подтверждения о невозможности технической реализации проекта;
показатели маркетинга и продаж	— востребованность планируемого к запуску продукта/услуги на рынок; — востребованность новой версии планируемого к выходу на рынок продукта/услуги; — достижение лидерских позиций на рынке в сегменте созданного продукта/услуги; — появление на рынке аналогичных продуктов и выход на рынок конкурентов; — значительные изменения в отрасли (рост/сокращение); — участие в международных выставках инновационных проектов;
операционные метрики	— динамика или ее отсутствие в достижении планируемых ключевых показателей эффективности (KPI); — уменьшение/увеличение затрат на привлечение клиентов; — уменьшение/увеличение коэффициента удержания клиентов

Источник: разработано автором на основании РВК(а), 2019. с. 43–45; IPEV, 2018, с.30-31.

Для уточнения определения венчурных инвестиций с позиции раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества), по мнению автора, следует идентифицировать финансовые инструменты, которые им используются для структурирования раунда финансирования объекта венчурных инвестиций.

На развитых рынках капитала инновационные компании выбирают акционерную форму собственности, например, в США – «C-corporation», в Великобритании «Private company limited by shares», которая обеспечивает выпуск ценных бумаг различных классов: обыкновенные и привилегированные акции, конвертируемые долговые инструменты, варранты (Camp, 2020; Justin, 2002).

Как отмечают исследователи (Fried, Ganor, 2006; Justin, 2002), на протяжении длительного периода времени сделки с инвесторами на неформальном рынке венчурных инвестиций структурировались через выпуск обыкновенных акций (Bratton, Wachter, 2013). Основное преимущество обыкновенных акций заключается в простоте процессуальных процедур, связанных с эмиссией. Обыкновенные акции имеют ряд недостатков: не предоставляют защиту их владельцам при ликвидации, являются субординированным классом по отношению к остальным финансовым инструментам, выпущенных компанией.

Исследование экономической литературы (Drain, 2008; ФРИИ, 2015; AICPA, 2018; РВК(а), 2019; РВК, 2017) позволило сделать следующий вывод: обыкновенными акциями структурируются самые ранние раунды финансирования (предпосевные и ангельские раунды), которые осуществляются на посевной инвестиционной стадии развития объекта венчурных инвестиций, где инвесторами выступают друзья и семья основателей бизнеса, а также бизнес-ангелы (Макушина, 2021 (а)) (табл. 7).

На основе анализа академических работ и экономической литературы (Coyle, Polsky, 2013; Bratton, Wachter, 2013; Cumming, 2005; Kaplan, Strömberg, 2003; Camp, 2020) автором было определено, что: венчурные фонды инвестируют значительные суммы, по сравнению с инвесторами на предыдущих раундах финансирования, что обусловливает использование конвертируемых привилегированных акций для обеспечения защиты вложенных средств в объект венчурных инвестиций, который находится на следующих за посевной инвестиционных стадиях развития (табл.7).

Первый по порядку раунд финансирования, в котором принимают участие венчурные фонды, называют раундом «А», что обусловлено выпуском конвертируемых привилегированных акций серии «А». На каждом раунде финансирования (серии A, B, C, D) венчурный фонд инвестируют такое количество средств, которое будет достаточным для достижения согласованных контрольных точек роста в течение периода от двенадцати до восемнадцати месяцев (табл.7).

Исследование эмпирических работ (Justin, 2002; Polsky, Hellwig, 2012) позволило

автору выявить преимущества структурирования раундов финансирования привилегированными конвертируемыми акциями, которые используют венчурные фонды (партнерства с ограниченной ответственностью) на развитых рынках капитала:

- обладают ликвидационной привилегией, которая может быть использована не только в случае банкротства объекта венчурных инвестиций, но и при наступлении любого согласованного сторонами условия (например, при продаже портфельной компании по заниженной стоимости фонд может воспользоваться ликвидационной привилегией, что позволит получить заранее установленную денежную компенсацию);
- обеспечивают защиту от размывания доли венчурного фонда на следующих раундах финансирования путем автоматической конвертации в обыкновенные акции.

Анализ академических работ (Camp, 2020; Klonowski, 2010; Drain, 2008; Schmidt, 2003) позволил автору идентифицировать следующий вид финансовых инструментов – конвертируемый заем, который используют венчурные фонды в качестве бридж-финансирование в случае, если портфельной компании необходимы дополнительные ресурсы для достижения согласованных контрольных точек роста на целевой инвестиционной стадии развития.

Исследование экономической литературы (Kaplan, Strömberg, 2003; Cumming, 2005; Hellmann, 2006; Schmidt, 2003; Casamatta, 2003) позволило автору идентифицировать преимущества использования конвертируемого займа: обеспечивают начисление процентов, имеют формальную дату погашения, дают приоритет перед акционерами и ставят в равное положение с другими держателями необеспеченного долга в случае ликвидации, предоставляя право инвестору вместо возврата суммы займа и процентов, конвертировать долговой инструмент в обыкновенные или привилегированные акции.

Конвертируемые займы рассматриваются венчурными фондами, как отложенные инвестиции в акционерный (собственный) капитал, поскольку долгосрочная заключается в возможности участия в будущих прибылях объекта венчурных инвестиций и в случае успеха реализации разрабатываемого им продукта (услуги).

Анализ экономической литературы (Coyle, Joseph, 2014; Polsky, Hellwig, 2012) показал, что до середины 2000-х годов венчурные фонды использовали конвертируемые займы только для бридж-финансирования. В настоящее время конвертируемые займы используются на самых ранних раундах финансирования объектов венчурных

инвестиций[33].

Таким образом, проведенный в диссертационной работе анализ практики структурирования раундов финансирования венчурными фондами (партнерствами с ограниченной ответственностью) на развитиях рынках капитала позволил автору:

- *подтвердить, что выбор долевых инструментов объекта венчурных инвестиций зависит от риска невозврата вложенных средств (стадии развития объекта венчурных инвестиций);*
- *определить, что венчурные фонды используют конвертируемые привилегированные акции, осуществляя традиционные раунды финансирования A, B, C, (D); конвертируемые долговые инструменты – для снижения риска на самых ранних раундах, а также в качестве бридж-финансирования (табл.7).*

Проблематика идентификации долевых инструментов, которые соответствуют определению венчурных инвестиций с позиции раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества), не была разработана в русскоязычной экономической литературе.

В национальной практике сделки по финансированию инновационных компаний структурируются либо путем увеличения уставного капитала общества с ограниченной ответственностью за счет вклада третьих лиц[34], а также за счет размещения дополнительных акций путем закрытой подписки, если организационно-правовая форма представлена непубличным акционерным обществом[35]; либо за счет перераспределения долей существующих собственников без изменения величины уставного капитала, при этом инвестор может приобрести долю (акции) по цене, превышающей номинальную стоимость.

Для снижения риска невозврата вложенных средств венчурные фонды переносят

---

[33] Автором были выявлены следующие причины, обусловливающие их активное использование венчурными фондами: снижение затрат на создание и развитие инновационных компаний в IT-отраслях (развитие облачных серверов, снижение капиталоемкости проектов); стремление инвесторов к упрощению формальных процедур при заключении договорных соглашений; снижение транзакционных издержек, связанных с привлечением финансирования; обеспечение возможности отложить во времени размытие собственного капитала портфельной компании.

[34] Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ (ред. от 02.07.2021, с изм. 25.02.2022) «Об обществах с ограниченной ответственностью» статья 19. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/. Далее по тексту № 14-ФЗ.

[35] Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 25.02.2022) «Об акционерных обществах» статья 28, 29. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/. Далее по тексту № 208-ФЗ.

оценку компании на будущее, которая предполагает перераспределения долей (акций) существующих собственников и расчет той величины, которую получит венчурный фонд в зависимости от наступления или не наступления событий в будущем. Отметим, что в обоих описанных выше способах существует сложность при определении соотношения между величиной инвестированных средств и номинальной стоимостью доли (акций), которая будет получена фондом ввиду того, что исполнение сделки может быть поставлено под условие достижения компанией согласованных с инвестором контрольных точек роста.

Заключение сделки под условием сложно реализуемо в рамках российского законодательства. Венчурные фонды используют корпоративный договор при структурировании раунда финансирования объекта венчурных инвестиций. Однако применение корпоративного договора сопряжено с высокими правовыми рисками для венчурных инвесторов: 1) отсутствуют гарантии по обязательному исполнению условий корпоративного договора; 2) за нарушение условий исполнения суд может обязать выплатить другой стороне только компенсацию, а не исполнение договорных условий в натуре (Янковский, 2018).

В рамках национальной правовой системы использование конвертируемых привилегированных акций не обеспечивает защиту венчурных инвесторов. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» не предусматривает возможности конвертации привилегированных акций в зависимости от наступления или не наступления определенного события в будущем: акции конвертируются либо по требованию акционера, либо в установленный срок (ст. 32, № 208-ФЗ). Следовательно, конвертируемые привилегированные акции не являются инструментом защиты интересов инвесторов и текущих собственников от размывания доли, что, по сути, делает неэффективным их использование для венчурного инвестора. Ликвидационная привилегия дает преференции держателям привилегированных акций только в случае ликвидации общества (ст. 23, № 208-ФЗ).

Следует отметить, позитивную тенденцию в национальной законотворческой деятельности, которая направлена на создание благоприятных условий для развития технологичных проектов, стимулирования инвестиций в малый и средний бизнес, а именно: принятие Федерального закона «О внесении изменений в отдельные

законодательные акты Российской Федерации»[36] № 354-ФЗ от 2 июля 2021 г., который закрепил в национальной правовой системе использование конвертируемого займа в качестве инструмента инвестирования.

В законе установлен правовой механизм, который позволяет заимодавцу вместо возврата суммы займа (всей или его части) и выплаты процентов (всех или их части) по нему в срок и (или) в зависимости от наступления иных условий и обстоятельств потребовать: от непубличного акционерного общества – размещения определенной категории акций путем закрытой подписки[37]; от общества с ограниченной ответственностью – если займодавец является участником общества, то увеличение уставного капитала, или увеличения номинальной стоимости и величины доли займодавца путем уменьшения размера доли иных собственников; если займодавец не является участником общества, то его принятие в общество с сокращением размера долей существующих участников (ст. 13, № 354-ФЗ).

Анализ национальных нормативных и правовых актов, проведенный в диссертационной работе, позволил автору выделить следующие виды инструментов, которые могут использовать венчурные фонды (инвестиционные товарищества) для структурирования раундов финансирования объекта венчурных инвестиций: конвертируемый заем, увеличение уставного капитала общества с ограниченной ответственностью либо перераспределение долей существующих собственников без изменения величины уставного капитала, размещение дополнительных акций акционерного общества по закрытой подписке непубличного (табл. 7)[38].

В национальных нормативных и правовых актах не представлено определение «венчурных инвестиций».

Для решения обозначенной проблемы на основе идентифицированных инструментов объекта венчурных инвестиций, которые могут использовать венчурные фонды, созданные по договору инвестиционного товарищества, автором было предложено квалификационное определение венчурных инвестиций с позиции системы раскрытия информации в его финансовой отчетности: ***венчурные инвестиции – это***

---

[36] Федеральный закон от 02.07.2021 № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_389141/

[37] Проект федерального закона № 972589–7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части конвертируемого займа». – с.7. Далее по тексту Проект ФЗ № 972589–7.

[38] Предложенные автором инструменты соответствуют определению «долевых инструментов», представленном в МСФО (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление информации».

вложение ресурсов в долевые инструменты[39] объекта венчурных инвестиций.

Таблица 7 – Комплексная система венчурного инвестирования

	Венчурные инвестиционные стадии развития компании			
	посевная	**стартовая**	**ранняя**	**расширения**
раунды	**Angel // Pre-Seed**	**Seed // A**	**B // C**	**D // IPO**
источники финансирования (инвесторы)	основатели акселераторы краудфонды бизнес-ангелы венчурные фонды			
финансовые инструменты (зарубежная практика)	обыкновенные акции конвертируемые долговые инструменты конвертируемые привилегированные акции			обыкновенные акции
финансовые инструменты (национальная практика)	обыкновенные акции непубличного акционерного общества конвертируемый заем доля в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью			
риск	наиболее высокий	высокий	высокий	средний

Источник: разработано автором.

Автором определено, что: выбор финансовых инструментов, которыми структурируется раунд финансирования при вхождении венчурного фонда, зависит: от риска невозврата вложенных средств, который определяется инвестиционной стадией развития объекта венчурных инвестиций и его организационно-правовой формой.

Автором выявлено, что границы между раундами и инвестиционными стадиями развития подвижны из-за того, что, во-первых, величина раунда определяется тем, насколько развит институт венчурного финансирования в конкретной стране; во-вторых, инвестор (венчурный фонд, фонд прямых инвестиций) может проявить заинтересованность раньше или позже наступления соответствующей стадии развития объекта венчурных инвестиций (Макушина, 2021 (а)).

Исследование вышеназванных проблем позволило автору разработать целостную структуру венчурного инвестирования (табл. 7), в которой во взаимосвязи представлены источники финансирования (инвесторы), инвестиционные стадии развития объекта венчурных инвестиций, раунды финансирования и финансовые инструментов, которыми они структурированы.

[39] Согласно МСФО (IAS) 32 «долевой инструмент – это договор, подтверждающий право на остаточную долю в активах организации после вычета всех ее обязательств» (IAS 32, пар. 11).

Таким образом, на данном этапе исследования был идентифицирован объект венчурных инвестиций; разработана бизнес-модель венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества; предложено квалификационное определение венчурных инвестиций с позиции раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда; разработана система взаимосвязи источников финансирования объекта венчурных инвестиций (инвесторов), инвестиционных стадий развития, раундов финансирования и финансовых инструментов, которыми они структурированы, что позволило представить целостную структуру венчурного инвестирования.

1.3 Выводы по главе 1

Таким образом, в результате проведенного исследования были получены следующие результаты, представляющие научную новизну:

определен объект венчурных инвестиций: непубличное хозяйственное общество, которое осуществляет инновационную деятельность, обладает значительным потенциалом роста, находится на венчурных инвестиционных стадиях развития (посевной, стартовой, ранней и стадии расширения);

идентифицированы финансовые детерминанты объекта венчурных инвестиций, необходимые для его стоимостной оценки, на каждой инвестиционной стадии развития в разрезе: выручки; прибыли до вычета расходов по амортизации, процентам и налогам; чистой прибыли; чистого денежного потока (FCFF);

разработана бизнес-модель венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, характерными чертами которой являются: ограниченный срок действия фонда, отсутствие реинвестирования реализованной прибыли, участие управляющего венчурным фондом в создании стоимости объекта венчурных инвестиций, осуществление инвестиций раундами для снижения риска невозврата вложенных средств и обеспечения экономической деятельности объекта венчурных инвестиций на целевой инвестиционной стадии развития;

сформулировано квалификационное определение венчурных инвестиций с позиции раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества), как вложение ресурсов в долевые инструменты объекта венчурных инвестиций;

определены контрольные точки роста объекта венчурных инвестиций в разрезе:

финансовых показателей, технических показателей продукта, показателей маркетинга и продаж, операционных метрик, применение которых позволит управляющему венчурным фондом принять решения о целесообразности проведения следующего раунда финансирования объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда);

выявлены недостатки действующей системы законодательного регулирования: отсутствие возможности реализации в полном объеме функций привилегированных акций, которые существуют на развитых рынках капитала для защиты интересов венчурных инвесторов;

отмечены позитивные тренды в национальном нормотворческом процессе – принятие Федерального закона № 354-ФЗ, который регулирует процедуру использования одного из самых распространенных и востребованных финансовых инструментов на венчурном рыке – конвертируемого займа;

идентифицированы долевые инструменты, которые могут использовать венчурные фонды (инвестиционные товарищества) при проведении раундов финансирования объектов венчурных инвестиций (портфельных компаний):

- конвертируемый заем;
- увеличение уставного капитала общества с ограниченной ответственностью, либо перераспределение долей существующих собственников без изменения величины уставного капитала;
- размещение дополнительных акций по закрытой подписке непубличного акционерного общества;

разработана система взаимосвязи источников финансирования объекта венчурных инвестиций (инвесторов), инвестиционных стадий развития, раундов финансирования и финансовых инструментов, которыми они структурированы, что позволило представить целостную структуру венчурного инвестирования.

ГЛАВА 2 РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ВЕНЧУРНЫМИ ФОНДАМИ

2.1 Идентификационные критерии венчурного фонда как подотчетного субъекта[40]

Анализ национальных нормативных и правовых актов продемонстрировал отсутствие определения венчурного фонда. Венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества, де-факто является инвестиционным фондом, однако де-юре это не установлено на уровне закона, что усложняет раскрытие информации в финансовой отчетности для такой юридической конструкции. Только на уровне Постановления Правительства РФ от 22 декабря 2020 г. N 2204 представлено определение, которое позиционирует венчурные фонды, не являющиеся юридическими лицами, в качестве инвестиционного фонда: «Инвестиционный фонд – являющийся или не являющийся юридическим лицом венчурный фонд и (или) фонд прямых инвестиций (в том числе паевой инвестиционный фонд, инвестиционное товарищество, иностранная структура без образования юридического лица…»[41].

Для выявления идентификационных критериев венчурного фонда (инвестиционного товарищества) автором были исследованы законодательные документы, регулирующие деятельность венчурных фондов в США, ввиду того, что Федеральный закон № 335-ФЗ был разработан с учетом адаптации к континентальной системе права англо-саксонской модели партнерского соглашения[42]. В США деятельность инвестиционных фондов регулирует «Закон об инвестиционных консультантах»[43], в котором на уровне системы

---

[40] Данный раздел написан на основании отдельных положений работ автора:

Макушина Е. Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. – 2016. – № 3 (39). – с. 83–99.
Макушина Е. Ю. Венчурное финансирование – путь к инновационной экономике в Российской Федерации // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – № 6. – с. 259–266.

[41]Постановление Правительства РФ от 22 декабря 2020 г. N 2204 «О некоторых вопросах реализации государственной поддержки инновационной деятельности, в том числе путем венчурного и (или) прямого финансирования инновационных проектов, и признании утратившими силу акта Правительства Российской Федерации и отдельного положения акта Правительства Российской Федерации», раздел 1, пункт 2

[42]В Великобритании и США деятельность партнерства с ограниченной ответственностью регулируют «Закон о партнерстве с ограниченной ответственностью 2000» (Limited Liability Partnership Act 2000) и «Единый закон об ограниченных партнерствах» (Uniform limited partnership act, 2001), соответственно. Американский опыт многократно реплицировался и адаптировался под региональные особенности страны, в которой происходило становление и развитие венчурного рынка.

[43] Section 203 (I) Dodd-Frank Amendments to the Investment Advisers Act of 1940

идентифицированы признаки венчурного фонда.

Согласно поправкам к «Закону об инвестиционных консультантах» венчурным признается фонд, который, во-первых, раскрывает свою инвестиционную стратегию существующим и потенциальным инвесторам исключительно как венчурный; во-вторых, ценные бумаги фонда не торгуются на рынках капитала; в-третьих, не более 20% от величины зарезервированных средств находится в «неквалифицируемых» инвестициях (unqualifying investments); в-четвертых, не привлекает заемных средств для финансирования портфельных компаний (SEC, 2011). Под квалифицируемыми инвестициями (qualifying investments) понимаются инвестиции в долевые ценные бумаги (equity securities), выпущенные портфельными компаниями (SEC, 2011). К долевым ценным бумагам относятся: обыкновенные акции, привилегированные акции, варранты и другие конвертируемые в обыкновенные акции финансовые инструменты (SEC, 2011).

Как было определено в первой главе диссертационного исследования, фонды прямых инвестиций, зачастую, осуществляют сделки кредитного выкупа, в которых выкупается мажоритарная доля акционерного капитала компании, что может быть обеспечено только за счет привлечения долгосрочного долгового финансирования (Kaplan, Stromberg, 2009; Макущина, 2016).

Анализ эмпирических работ (Kaplan, 1991; Kaplan, Stromberg, 2009; Cressy et al., 2007; Metrick, Yasuda, 2011; Jelic, 2020), проведенный автором, позволил сделать следующий вывод: критически важным отличительным признаком венчурных фондов от других инвестиционных фондов, осуществляющих экономическую деятельность в сегменте прямых инвестиций (венчурные фонды поздних стадий (later-stage funds); венчурные фонды всех стадий (all stages funds); фонды роста (growth funds); фонды прямых инвестиций (private equity funds)), является отсутствие долгосрочного долгового финансирования для реализации инвестиционной стратегии.

Исследование академических работ (Johan, Zhang, 2020; Cumming, Walz, 2010; Chakraborty, Ewens, 2018; Jelic, 2020, Korteweg, 20017) позволило автору определить следующую идентификационную характеристику венчурного фонда для бизнес-модели инвестиционного товарищества – возможность краткосрочного заимствования, которая позволяет управляющему фондом выполнять договорные обязательства по предоставлению раундов финансирования объектам венчурных инвестиций до момента оплаты товарищами части вклада в общее дело. Анализ эмпирических исследований показал (Fried, Ganor, 2006; Jelic, 2020, Korteweg, 20017; PwC, 2019), что величина

краткосрочных займов не может превышать 20% от совокупной величины вкладов в общее дело.

Отметим, что позиция в отношении ограничения активов под управлением венчурного фонда прослеживается и в национальной практике формирования статистической информации о рынке прямых и венчурных инвестиций. RVCA, определяя венчурный фонд, подчеркивает значимость количественного ограничения объектов вложения: венчурный фонд – это «фонд, соответствующим образом позиционирующий себя на рынке и осуществляющий преимущественно венчурные инвестиции, при этом в портфеле фонда совокупный объем венчурных инвестиций по сравнению с прочими составляет не менее 90%» (РАВИ, РВК, 2017).

Как было отмечено выше, традиционно, объект венчурных инвестиций, который получил инвестиции от фонда, именуют «портфельной компанией». В такой конфигурации, в определении венчурного фонда автором рекомендуется использовать в скобках устоявшуюся отраслевую терминологию в отношении объекта венчурных инвестиций. Изложенное выше позволило автору разработать определение венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

Венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества *– это инвестиционный фонд, который:*

- *раскрывает инвестиционную стратегию исключительно как венчурную;*
- *направляет аккумулированные средства на финансирование объекта венчурных инвестиций (портфельной компании);*
- *инвестиционный портфель состоит преимущественно из венчурных инвестиций (не менее 90%);*
- *не привлекает долговое финансирование для реализации инвестиционной стратегии, за исключением краткосрочных заимствований (не более 20% от величины вкладов товарищей в общее дело).*

С точки зрения автора, введение разработанного определения венчурного фонда в текст Федерального закона от 28 ноября 2011 г. N 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» позволит: 1) снять проблему отсутствия в национальном законодательстве необходимого понятийного аппарата и обеспечить формирование нормативно-правового регулирования национального венчурного рынка; 2) идентифицировать венчурный фонд (инвестиционное товарищества) в качестве подотчетного субъекта. Автором

рекомендовано для повышения прозрачности деятельности венчурных фондов (инвестиционных товариществ) внести изменения в пункт 4 части 1 статьи 2 Федерального закона от 27 июля 2010 г. «О консолидированной финансовой отчетности», расширив сферу его действия на управляющих товарищей венчурных фондов (инвестиционных товариществ).

2.2 Представление информации в финансовой отчетности венчурных фондов[44]

2.2.1 Национальная практика формирования отчетной информации о деятельности венчурных фондов

На развитых рынках капитала требования локальных нормативных актов обязывают главного партнера венчурного фонда (партнерства с ограниченной ответственностью) раскрывать информацию в финансовой отчетности несмотря на то, что такая структура не является юридическим лицом, а также проходить обязательную процедуру ежегодного аудита финансовой отчетности (Appelbaum, Batt, 2016; Invest Europe, 2018; IPEV IRG, 2012).

Исследование зарубежных эмпирических работ (Cumming, Walz, 2010; Johan, Zhang, 2020) позволило определить, что венчурные фонды (партнерства с ограниченной ответственностью) попадают под меньшее количество ограничений и требований со стороны регуляторов и надзорных органов, по сравнению с другими инвестиционными организациями (взаимными фондами, фондами прямых инвестиций, хедж фондами), в части раскрытия информации о доходности портфеля, активах под управлением, финансовых результатах. В этом вопросе прослеживается аналогия с текущей ситуацией в области раскрытия информации между венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества, и венчурными фондами, организованными в форме закрытого паевого инвестиционного фонда, где на последних накладываются ограничения, установленные Банком России.

---

[44] Данный раздел написан на основании отдельных положений работ автора:

Макушина Е.Ю. Оценка венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности // Финансы и бизнес. – 2021. – № 4 (17). – с. 32-47.
Макушина Е.Ю. Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. – 2022. – № 2. – с.143-159.
Макушина Е. Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. – 2016. – № 3 (39). – с. 83–99.

Банк России лицензирует и регулирует деятельность управляющих компаний ЗПИФ. В свою очередь, Федеральный закон «О консолидированной финансовой отчетности» № 208-ФЗ от 27 июля 2010 г. обязывает управляющие компании паевых инвестиционных фондов составлять консолидированную финансовую отчетность. С одной стороны, государственное регулирование деятельности управляющих компаний ЗПИФ приводит к высоким расходам на управление, которые обусловлены необходимостью привлечения независимого оценщика для определения стоимости активов под управлением, аудитора. С другой стороны, обеспечивает достоверность информации, раскрываемой в финансовой отчетности венчурного фонда. В отличии от управляющих компаний ЗПИФ, деятельность венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, не регулируется на государственном уровне в вопросе раскрытия информации в финансовой отчетности.

При реализации совместной деятельности по договору инвестиционного товарищества всем сторонам необходимо располагать информацией об эффективности управления фондом, о реальной стоимостной оценке произведенных вложений, о величине и характере вознаграждения управляющего фондом, об инвестиционной стратегии фонда. В РФ отсутствует механизм, обеспечивающий раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества, что отрицательно влияет на доверие инвесторов и препятствует развитию данной формы финансирования инноваций.

Привлечение инвестиций в наукоемкие отрасли для развития малого бизнеса в инновационных секторах экономики невозможно без повышения уровня доверия со стороны инвесторов, в том числе зарубежных партнеров, которое достигается не только наличием законодательных актов, защищающих их интересы, но и обеспечивается понятной информацией, раскрываемой в финансовой отчетности.

Международные стандарты финансовой отчетности являются языком общения бизнеса, поэтому разработка финансовой отчетности для венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, согласно требованиям МСФО приобретает важное значение для развития венчурной индустрии, а, следовательно, и инноваций.

Более того, в правовом поле намечаются структурные изменения, которые сближают национальную систему функционирования рынка прямых и венчурных инвестиций с традиционной для развитых стран моделью, в которой основным источником финансирования инноваций являются средства частных институциональных инвесторов

таких, как негосударственные пенсионные фонды, благотворительные и университетские фонды, страховые компании (Divakaran, McGinnis, Masood, 2014), что подтверждается поручением Президента РФ о проработке «возможности размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений негосударственными пенсионными фондами в фонды прямых и венчурных инвестиций»[45].

Потребность институциональных инвесторов в представлении консолидированной финансовой отчетности подчеркивает важность получения сопоставимых данных от управляющего товарища венчурного фонда, которые могут быть обеспечены через систему формирования отчетных показателей с учетом требований МСФО в финансовой отчетности венчурных фондов (инвестиционных товариществ).

Таким образом, разработка стандартизированной формы финансовой отчетности, носящей узко направленный характер, для венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, является приоритетной задачей, которая не решена. Не менее важным аспектом является разработка рекомендаций по раскрытию специфических статей финансовой отчетности венчурных фондов, которые отражают экономические отношения участников инвестиционного товарищества, согласно требованиям МСФО.

2.2.2 Представление информации в финансовой отчетности венчурных фондов в соответствии с требованиями МСФО

На развитых рынках капитала управляющие венчурными фондами в течение длительного периода времени сталкивались с трудностями при раскрытии информации в финансовой отчетности. Сложности были обусловлены бизнес-моделью реализации инвестиций: управляющие венчурным фондом принимают участие в экономической деятельности портфельной компанией, поэтому могут оказывать как существенное влияние, так и контроль на объект инвестиций. В такой конфигурации, руководствуясь приоритетом экономического содержания над юридической формой при подготовке финансовой отчетности, инвестиции учитывались по методу долевого участия для раскрытия информации в финансовой отчетности. Однако, управление инвестициями венчурный фонд осуществляет на основании их стоимостной оценки, поэтому частое изменение долей участия в объекте инвестиций приводило к появлению информации в

[45]Перечень поручений по итогам встречи с ведущими российскими инвесторами. 2020. URL: http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/63142 (дата обращения 12.09.2021)

финансовой отчетности фонда, которая не была репрезентативной для партнеров с ограниченной ответственностью (Бонэм и др., 2011).

После неоднократных обращений в Совет по МСФО (International Financial Standards Board, IASB) с просьбой пересмотреть требования для компаний, осуществляющих инвестиционную деятельность, было введено исключение в текст стандартов МСФО (IAS) 28 «Инвестиции в ассоциированные компании», МСФО (IAS) 31 «Участие в совместной деятельности» для венчурных фондов, паевых фондов, страховых компаний, согласно которому указанные выше организации освобождались от применения метода долевого участия.

Следует отметить, что введение исключения, не способствовало полному элиминированию обозначенной проблемы так, как не были установлены критерии, которые позволили бы определить «инвестиционную организацию». Новым импульсом для профессиональной дискуссии послужил опубликованный Советом по МСФО проект стандарта МСФО (IFRS) 10 «Консолидированная финансовая отчетность»[46], требования которого распространялись на все отчитывающиеся субъекты, которые должны были консолидировать все контролируемые предприятия.

Профессиональное сообщество выразило отрицательное мнение в отношении полезности и уместности подготовки консолидированной отчетности для инвестиционных фондов. Более того, для венчурных фондов (партнерств с ограниченной ответственностью), под управлением которых были незначительные средства по сравнению со страховыми компаниями и пенсионными фондами, подготовка консолидированной финансовой отчетности приводила бы к неоправданно высоким расходам на ее составление.

Проблема раскрытия информации была решена введением поправок «Инвестиционные организации: применение исключения из требований о консолидации»[47]. В указанном выше документе было установлено определение «инвестиционных организаций», которые освобождались от учета инвестиций по методу долевого участия, а также от составления консолидированной финансовой отчетности, и

---

[46] Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. (ред. от 27.06.2016) «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 10 "Консолидированная финансовая отчетность"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193739/. Далее по тексту МСФО (IFRS) 10

[47] Приказ Минфина России от 27.06.2016 № 98н. «Инвестиционные организации: применение исключения из требований о консолидации (Поправки к МСФО (IFRS) 10, МСФО (IFRS) 12, МСФО (IAS) 28)» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_201954/ Далее по тексту Поправки к МСФО (IFRS) 10, МСФО (IFRS) 12, МСФО (IAS) 28

должны были оценивать инвестиции по справедливой стоимости согласно МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»[48] с отнесением ее изменения в отчет о прибылях и убытках в соответствие с требованиями МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты»[49].

Анализ академических работ (Nebb, Larsen, 2001; Czapala, Newell, 2012) показал, что оценка по справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда обладает рядом преимуществ: 1) делает возможным получение транспарентной, релевантной информации для выполнения фидуциарных функций партнерам с ограниченной ответственностью (институциональным инвесторам); 2) дает возможность сравнивать финансовые результаты и доходность фондов вне зависимости от их юрисдикции; 3) требуется как национальными стандартными развитых стран, так и МСФО.

Согласно требованиям, представленным в поправках, **инвестиционная организация** – это организация, которая*:* «получает средства от одного или более инвесторов с целью предоставления данному инвестору (данным инвесторам) услуг по управлению инвестициями; принимает на себя перед инвестором (инвесторами) обязательство в том, что целью ее бизнеса является инвестирование средств исключительно для получения дохода от прироста стоимости капитала, инвестиционного дохода либо и того, и другого; и оценивает и определяет результаты деятельности практически по всем своим инвестициям на основе их справедливой стоимости»[50].

Инвестиционная организация также должна отвечать следующим критериям: иметь более одной инвестиции; более одного инвестора, среди которых есть те, которые не являются связанными сторонами; существовать доли участия в форме долей в капитале или аналогичного участия (МСФО (IFRS) 10, пар. 28).

Предусмотренное для инвестиционных организаций исключение в отношении консолидации является обязательным к применению любым отчитывающимся субъектом, который удовлетворяет перечисленным выше критериям. Инвестиционная организация не обязана иметь статус юридического лица, поэтому доли участия в такой структуре могут не иметь форму долевых или аналогичных инструментов (МСФО (IFRS)

---

[48] Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. (ред. от 11.07.2016) «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 "Оценка справедливой стоимости"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193740/ Далее по тексту МСФО (IFRS) 13

[49] Приказ Минфина России от 27.06.2016 № 98н. (ред. от 17.02.2021) «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9 "Финансовые инструменты"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_202060/. Далее по тексту МСФО (IFRS) 9

[50] Поправки к МСФО (IFRS) 10, МСФО (IFRS) 12, МСФО (IAS) 28

10, пар. B85V), что соответствует юридической конструкции инвестиционного товарищества. Организация может считаться инвестиционной даже в том случае, если значительные доли владения в ней имеют форму долговых инструментов и классифицируются в качестве обязательств согласно МСФО (IAS) 32 «при условии, что держатели этих долговых инструментов подвержены риску изменения доходов, связанного с изменением стоимости чистых активов данной организации» (МСФО (IFRS) 10, пар. B85W).

Анализ положений МСФО (IFRS) 10 показал, что инвестиционная организация должна иметь установленные в инвестиционных документах стратегии выхода из инвестиции, подтверждающие, что она не намерена удерживать инвестиции в течение неопределенно долгого времени. При этом предприятие может не иметь документально оформленной стратегии выхода по каждой инвестиции и (или) портфелю инвестиций, если имеет ограниченный срок существования (МСФО (IFRS) 10, пар. B85F). В такой конфигурации, венчурный фонд (инвестиционное товарищества) также соответствует критерию инвестиционной организации.

Таким образом, предложенное определение венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, на основе разработанной бизнес-модели соответствует критериям признания «инвестиционной организации», представленным в поправках к МСФО «Инвестиционные организации: применение исключения из требований о консолидации». В такой конфигурации, венчурные фонды (инвестиционные товарищества) при составлении финансовой отчетности по МСФО освобождаются от использования метода долевого участия при раскрытии информации об инвестициях, а также от составления консолидированной финансовой отчетности, что обусловливает отражение венчурных инвестиций по справедливой стоимости согласно МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» с отнесением ее изменения на финансовый результат отчетного года в соответствии с требованиями МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты».

2.3 Специфические статьи финансовой отчетности венчурного фонда[51]

[51]Данный раздел написан на основании отдельных положений работ автора:

Макушина Е.Ю. Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. – 2022. – № 2. – с.143-159.
Макушина Е.Ю. Совершенствование организационно-правового обеспечения деятельности венчурных фондов,

На развитых рынках капитала регулирование деятельности венчурных фондов осуществляется локальными нормативными актами и партнерским соглашением[52], условия которого оказывают влияние на представление информации в финансовой отчетности венчурного фонда (Bottazzi, Da Rin, Hellmann, 2008, 2009).

Федеральный закон № 335-ФЗ определяет права и обязанности участников инвестиционного товарищества, среди которых обязанность каждого участника внести вклад в общее дело; право на получение части прибыли от совместной инвестиционной деятельности пропорционально стоимости внесенного им вклада; право на возврат средств, вложенных в общее имущество (ст. 4, № 335-ФЗ), а также право управляющего товарища на получение вознаграждения за ведение общих дел, размер и порядок выплаты которого устанавливается договором инвестиционного товарищества (ст. 5, № 335-ФЗ).

Договор инвестиционного товарищества подлежит обязательной нотариальной регистрации, но при этом является внутренним документом, содержание которого не представлено в открытом доступе, что делает невозможным установление условий, которые определяют или оказывают влияние на показатели финансовой отчетности венчурного фонда.

Резюмируя, существующая система, регулирующая правоотношения между участниками венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, в части формирования общего вклада товарищей, системы вознаграждения управляющего товарища, способов распределения реализованной фондом прибыли не позволяет определить их экономической природы для отражения в финансовой отчетности венчурного фонда. Выводы, полученные в эмпирических работах (Jenkinson et al., 2013; Jelic, 2020; Cumming, Dai, 2010; Cumming et al., 2017; Barber, Yasuda, 2017; Brown et al., 2018; Chakraborty, Ewens, 2018; Fried, Ganor, 2006), подтверждают необходимость формирования прозрачных и понятных условий взаимодействия между участниками венчурного фонда, как и важность их выполнения.

Для идентификации специфических видов статей финансовой отчетности венчурного фонда были исследованы модели партнерского соглашения, которые

созданных по договору инвестиционного товарищества, в Российской Федерации // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2022. –№ 5. – с. 47-57.

[52] IPEV. International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines [Электронный ресурс]. – 2012. – 30 p. – p. 8. – Режим доступа: https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/ipev_reporting_guidelines_ed_october_2012.pdf. Далее по тексту IPEV IRG (2012).

разрабатывает Ассоциация институциональных партнеров с ограниченной ответственностью[53] (Institutional Limited Partners Association, ILPA). ILPA является одной из самых значимых международных организаций, которая защищает интересы участников индустрии прямых и венчурных инвестиций. ILPA разрабатывает модели партнерского соглашения на основе принципов (Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners, ILPA)[54], аккумулирующих лучшую отраслевую практику.

Анализ моделей партнерских соглашений (ILPA, 2020) (а), (б))[55] позволил автору идентифицировать условия, которые определяют специфические статьи финансовой отчетности венчурных фондов: вложенный капитал; расходы на управление; вознаграждение управляющего венчурным фондом, которые могут быть адаптированы для бизнес-модели инвестиционного товарищества.

Автором определено, что в зарубежной практике раскрытия информации различают величину зарезервированного и оплаченного капитала венчурного фонда. ***Зарезервированный капитал (committed capital)*** – общая величина обязательств партнеров по взносу средств в фонд, которая устанавливается в рамках партнерского соглашения. ***Вложенный капитал (contributed capital)*** – часть зарезервированного капитала, которую внесли (оплатили) партнеры с ограниченной ответственностью.

Перечисление денежных средств пропорционально принятым обязательствам (commitments) партнеры с ограниченной ответственностью осуществляют в течение первых лет жизни фонда (инвестиционный период), когда возникает необходимость в проведении раундов финансирования, выплаты вознаграждения управляющему, оплаты операционных расходов венчурного фонда. Такой периодический сбор средств производится в соответствии с заявкой на перевод (capital call notice) со стороны главного партнера.

Расходы на управление фондом (management fees) являются операционными расходами венчурного фонда[56], которые рассчитываются, как установленный процент

---

[53] Далее по тексту ILPA

[54] ILPA. Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners [Электронный ресурс]. – 2019. – 44 р. – Режим доступа: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf. Далее по тексту ILPA (2019).

[55] ILPA (а). The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Deal-by-Deal Waterfall). Term Sheet Summary of the Model LPA [Электронный ресурс]. – 2020. – Режим доступа: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/07/ILPA-Model-LPA-Term-Sheet-DBD-Version.pdf. Далее по тексту ILPA(а) (2020).

[56] KPMG. Illustrative Financial Statements. Private Equity Funds [Электронный ресурс]. – 2018. – 46 р. – р. 23. – Режим доступа: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/us/pdf/2018/12/ifs-privateequityfunds_nov2018_web.pdf. Далее по тексту

(зачастую, 2%) от величины вложенного капитала, который не был возвращен участникам фонда (Phalippou, Rauch, Umber, 2018; Najar, 2017).

Вознаграждение за успех (carried interest) обеспечивает право управляющему на участие в распределении прибыли (долевое вознаграждение за результат), возникает, если доходность фонда за отчетный период превысила значение привилегированной доходности[57], установленного в партнерском соглашении (ILPA(б), 2020).

Анализ экономической литературы (Cheung, Corrado, 2009; Metrick, Yasuda, 2010; КПМГ, 2020) позволил автору определить, что привилегированная доходность устанавливается, как правило, на уровне 8% в год, что превышает значение безрисковой ставки доходности, компенсируя временную стоимость денег.

Величина привилегированного дохода в денежном выражении является произведением ставки доходности и стоимости чистых активов фонда на отчетную дату. Вознаграждение за успех устанавливается на уровне 20% от величины «избыточной» прибыли отчетного года (Fleischer, 2008; Robinson, Sensoy, 2013, 2016). Избыточная прибыль представляет разницу между прибылью отчетного года и значением привилегированного дохода в денежном выражении (McCahery, Vermeulen, 2013).

На развитых рынках капитала используются две модели расчета и последующей выплаты вознаграждения за успех, которые напрямую связаны с порядком распределения реализованной прибыли при выходе венчурного фонда из инвестиции. Подобное распределение прибыли является идентификационным признаком осуществления венчурных инвестиций в рамках партнерства с ограниченной ответственностью, что, с точки зрения автора, следует адаптировать для инвестиционного товарищества.

Первая модель основывается на принципе «фонд как целое»[58], ее использование распространено в странах Европейского Союза (European «whole fund» waterfalls). ***Вторая модель «по каждой сделке»***[59], зачастую, применяется венчурными фондами в странах англо-саксонского права (American «Deal-by-deal» waterfalls) (Hüther et al. 2019;

KPMG (2018).

[57] BVCA. Limited Partnership Agreement. Explanatory Notes [Электронный ресурс]. – 2002. – 27 р. – Режим доступа: https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf

[58] ILPA (б). The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Whole of Fund Version). Term Sheet Summary of the Model LPA (Электронный ресурс. – July 2020. – 15 р. – Режим доступа: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/07/ILPA-Model-LPA-Term-Sheet-WOF-Version.pdf. Далее по тексту ILPA(б) (2020).

[59] ILPA (а). The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Deal-by-Deal Waterfall). Term Sheet Summary of the Model LPA [Электронный ресурс]. – 2020. – Режим доступа: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/07/ILPA-Model-LPA-Term-Sheet-DBD-Version.pdf. Далее по тексту ILPA(а) (2020).

Schell, 2016; Robinson, Sensoy, 2016)[60].

На основе исследования зарубежной практики формирования условий партнерского соглашения, которые влияют на определение величины вознаграждения за успех при раскрытии информации в финансовой отчетности венчурного фонда, автором были разработаны две модели распределения прибыли для бизнес-модели инвестиционного товарищества (Макушина, 2022).

Модель «фонд как целое» для распределения реализованной прибыли венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества:

- *100% возврат всем товарищам вложенных в общее дело средств пропорционально доле их участия;*
- *выплата привилегированного дохода все товарищам, величина которого ежегодно рассчитывается от суммы невыплаченного (непогашенного) остатка вложенных средств;*
- *распределение оставшейся величины реализованной прибыли между управляющим товарищем и товарищами-вкладчиками в пропорции 20 к 80.*

Модель распределения реализованной прибыли «по каждой сделке» для венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества:

- *возврат участникам инвестиционного товарищества:*
    - *величины вложенных средств в инвестицию, которая была реализована с прибылью; а также вложенных в общее дело средств по другим реализованным инвестициям, пропорционально доле их участия;*
    - *возмещение убытков от снижения стоимости (обесценения) нереализованных инвестиций, а также от списания инвестиций, которые были зафиксированы на момент проведения последней процедуры оценки стоимости портфельных компаний;*
    - *возмещение всем участникам инвестиционного товарищества части вложенных в общее дело средств пропорционально доле их участия из прибыли*

[60] Для того чтобы продемонстрировать отличие в двух моделях, предположим, что у фонда есть две портфельные компании, одна из которых принесла положительную доходность, а вторая – отрицательную, то есть итоговая доходность равна нулю. При условии распределения прибыли фондом, исходя из модели «фонд, как целое», главный партнер не обеспечил общую положительную доходность фонда, поэтому не заработал стимулирующего вознаграждения (вознаграждения за успех). Использование модели распределения прибыли «по каждой сделке» обеспечила бы возможность главному партнеру получить вознаграждение за успех при выходе фонда из первой инвестиции, несмотря на наличие отрицательной доходности по второй инвестиции.

при выходе из портфельной компании, для возмещения операционных расходов фонда, понесенных на отчетную дату;

- *выплата привилегированного дохода всем товарищам, величина которого ежегодно рассчитывается от суммы невыплаченного (непогашенного) остатка вложенных средств;*
- *распределение оставшейся величины реализованной прибыли между управляющим товарищем и товарищами-вкладчиками в пропорции 20 к 80.*

Резюмируя, автором было обосновано, что величина вознаграждения за успех зависит от модели распределения реализованной венчурном фондом прибыли между участниками инвестиционного товарищества. На основе анализа моделей партнерского соглашения, используемых на развитых рынках капитала, автором были разработаны две модели распределения реализованной прибыли: модель «фонд как целое» и модель «по каждой сделке». Использование вышеназванных моделей при формировании условий договора инвестиционного товарищества позволит интегрировать устоявшуюся на развитых рынках капитала практику реализации венчурных инвестиций в национальную венчурную среду, что обеспечит инвестиционную прозрачность для такой юридической конструкции.

Таким образом, автором идентифицированы специфические виды статей финансовой отчетности венчурного фонда, которые отражают экономические отношения участников инвестиционного товарищества: вознаграждение за успех, расходы на управление, вложенный капитал.

2.4 Рекомендации для венчурных фондов по раскрытию информации[61]

2.4.1 Формат финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества

Следует отметить, что МСФО не содержат отдельного стандарта, регулирующего правила формирования отчетных показателей для инвестиционных фондов. Для разработки формата финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, автором были исследованы иллюстративные примеры, подготовленные профессиональными организациями для раскрытия информации венчурными фондами, организованными как партнерство с ограниченной ответственностью, в соответствие с требованиями МСФО (KPMG, 2015[62]; PwC, 2019[63]).

Отчет о финансовом положении

Традиционно в отчете о финансовом положении для юридического лица представляют информацию о величине активов, обязательств и собственного капитала компании. Венчурный фонд (инвестиционное товарищество) не является юридическим лицом, поэтому возникает проблема с идентификацией источников образования активов при раскрытии информации о них в отчете о финансовом положении.

В соответствии с разработанной бизнес-моделью венчурного фонда (инвестиционного товарищества) управляющий товарищ осуществляет инвестиционную деятельность за счет ресурсов, которые вкладывают участники. Вложенные на отчетную дату ресурсы для венчурного фонда, как подотчетного субъекта, являются активами. Источниками образования активов для такой юридической конструкции являются вклады товарищей, а также могут быть краткосрочные займы.

Краткосрочные займы являются финансовыми обязательствами, оцениваются по амортизируемой стоимости с использованием эффективной ставки процента согласно

---

[61] Данный раздел написан на основании отдельных положений работ автора:

Макушина Е.Ю. Оценка венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности // Финансы и бизнес. – 2021. – № 4 (17). – с. 32-47.
Макушина Е.Ю. Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. – 2022. – № 2. – с.143-159.
Макушина Е.Ю. Совершенствование организационно-правового обеспечения деятельности венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, в Российской Федерации // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2022. –№ 5. – с. 47-57.

[62] KPMG. Guide to Annual Financial Statements – Illustrative Disclosure for Investment Funds [Электронный ресурс]. – 2015. – 86 р. – Режим доступа: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/Guide-to-annual-financial-statements-Illustrative-disclosures-for-investment-funds-O-201512.pdf. Далее по тексту KPMG (2015).
[63] PwC. Illustrative IFRS Financial statements 2019 – Private Equity Funds, 2019. – 73 р. Далее по тексту PwC (2019).

требованиям МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» (МСФО (IFRS) 9, пар. 4.2.1).

С точки зрения автора, для раскрытия информации о вкладах товарищей в общее дело в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) в рамках разработанной автором бизнес-модели необходимо ввести следующие термины: ***зарезервированный капитал*** – величина обязательств товарищей по вкладу в общее дело, установленная в договоре инвестиционного товарищества; ***вложенный товарищами капитал*** – часть зарезервированного капитала, которую внесли (оплатили) товарищи на отчетную дату.

Исследование англоязычной экономической литературы (Stowell, 2018; Carver, 2012) позволило автору сделать вывод о том, что раскрытие информации о вложенном капитале в финансовой отчетности венчурного фонда обусловлено логикой проведения учетных процедур со счетами «капитала» каждого товарища. В течение срока действия фонда на счет «капитала» (capital account) каждого товарища зачисляется сумма вложенного капитала, которая увеличивается на величину прибыли отчетного года в пропорциональном его вкладу в общее дело выражении. В свою очередь, величина прибыли фонда напрямую зависит от изменения справедливой стоимости активов под управлением (венчурных инвестиций). Счет операций с капиталом уменьшается, когда изымается реализованная прибыль при выходе фонда из инвестиции, на основании модели распределения прибыли. Если в течение отчетного периода венчурный фонд фиксирует убыток, то на счете каждого товарища отражается пропорциональная его вкладу в совместную инвестиционную деятельность величина убытка.

Резюмируя, во-первых, финансовый результат распределяется между всеми товарищами, что соответствует бизнес-модели, согласно которой участники венчурного фонда делят с портфельной компанией как прибыли, так и убытки; во-вторых, сумма конечных сальдо счета «капитал» каждого товарища представляет стоимость чистых активов товарищества на отчетную дату.

В контексте данной бизнес-модели под «прибылью» понимается изменение стоимости чистых активов фонда между отчетной датой и предыдущей, которое не связано с увеличением вложенного капитала или изъятиями (распределением реализованной прибыли).

С точки зрения автора, для данной бизнес-модели важно разграничить понятия нереализованной и реализованной прибыли. Реализованная прибыль – прибыль, которая обеспечена поступлением денежных средств от выхода из портфельной компании

(инвестиции), которая распределяется между товарищами согласно выбранной модели распределения прибыли и является источником выплаты вознаграждения за успех для управляющего венчурным фондом. Нереализованная прибыль – прибыль, обусловленная увеличением справедливой стоимости венчурных инвестиций (активов под управлением).

Информация о величине зарезервированного капитала раскрывается в примечаниях к финансовой отчетности. Для идентификации вложенного товарищами капитала в качестве элемента финансовой отчетности венчурного фонда были приняты во внимание следующие аспекты бизнес-модели: 1) ограниченный срок действия договора инвестиционного товарищества; 2) отсутствие реинвестирования заработанной прибыли; 3) распределение прибыли на пропорциональной основе между участниками инвестиционного товарищества; 4) право участников инвестиционного товарищества на получение доли в общем имуществе по истечению срока договора или достижению поставленной в нем цели (пар. 2, ст. 4, № 335-ФЗ).

С одной стороны, участники инвестиционного товарищества не имеют акций или других инструментов, описываемых как доли, однако, при ликвидации товарищи распределяют чистые активы на основе сальдо соответствующего счета «капитала» каждого из участников (Stowell, 2018; Carver, 2012; Johan, Zhang, 2020).

Исследование положений МСФО (IAS) 32 позволило автору сделать вывод о том, что инструмент, содержащий предусмотренную договором обязанность выплаты денежных средств, исполнение которой зависит от исхода некоторого будущего события, наступление которого не подконтрольно ни эмитенту, ни держателю указанного инструмента, классифицируется в качестве финансового обязательства (МСФО (IAS) 32, пар. 19 (а), 25, AG25). Этот подход является императивным даже в том случае, если выплата ставится в зависимость от достаточности у экономического субъекта на отчетную дату распределяемой прибыли, или наличия ограничивающих факторов, влияющих на его способность исполнить свои обязательства по договору (КПМГ, 2020).

Изложенное выше позволило автору:

- классифицировать вложенный товарищами капитал как финансовое обязательство (МСФО (IAS) 32, пар. 18);
- обосновать его оценку по амортизируемой стоимости, которая обусловливается установленными условиями возврата вложенных участниками средств и ограниченным сроком действия договора инвестиционного товарищества;

- определить, что обязательства являются беспроцентными (non-interest bearing).

На основе анализа иллюстративного примера № 7 к МСФО (IAS) 32, в котором представлен формат финансовой отчетности для фонда, не имеющего собственного капитала в его каноническом виде, автором рекомендовано раскрывать информацию об оставшейся величине активов за вычетом обязательств, не связанных с операциями с товарищами, по строке «чистые активы товарищей» (net assets attributable to the partner).

Раскрытие информации о прибыли отчетного периода для венчурного фонда (инвестиционного товарищества) отличается от ее традиционного представления в отчете о совокупном доходе. Ввиду того, что вложенный капитал является финансовым обязательством, то функциональная нагрузка прибыли отчетного периода для товарищества – финансовые расходы, связанные с данным обязательством (PwC, 2019; KPMG, 2015). Содержательная функция прибыли отчетного периода венчурного фонда – это изменение стоимости чистых активов товарищей, которое не связано с операциями с товарищами, что позволило автору рекомендовать раскрывать прибыль отчетного года венчурного фонда по строке «изменение чистых активов товарищей» (табл. 8) в отчете о совокупном доходе (increase/decrease in net assets attributable to the partners) (МСФО (IAS) 32, пример № 7).

Изложенное выше позволило автору предложить следующим образом формировать информацию о чистых активах товарищей на конец отчетного периода в отчете о финансовом положении (МСФО (IAS)[64] 1, пар. 85):

- совокупная величина вложенного товарищами капитала;
- уменьшенная на величину изъятий, согласно установленной в инвестиционном договоре модели распределения реализованной прибыли (табл. 8);
- увеличенная (уменьшенная) на величину изменения чистых активов товарищей за отчетный период (тал. 9).

Вознаграждение за успех является обязательством венчурного фонда перед управляющим, которое возникает при выполнении последним установленных в договоре инвестиционного товарищества условий по обеспечению уровня доходности в отчетном периоде. МСФО не специфицирует требования в отношении раскрытия информации о

[64] Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. «Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.minfin.ru/common/upload/library/no_date/2013/IAS_01.pdf. Далее по тексту МСФО (IAS) 1.

вознаграждении за успех для инвестиционных компаний (МСФО (IAS) 1, пар. 15). Начисленное вознаграждение за успех является финансовым обязательством, что обусловлено установленными в договоре инвестиционного товарищества условиями выплаты вознаграждения и его ограниченным сроком действия. Оцениваются такие обязательства по амортизируемой стоимости с отнесением величины расходов на финансовый результат отчетного года[65].

Автором определено, что для бизнес-модели венчурного фонда (инвестиционного товарищества) вознаграждение за успех следует рассматривать, как соглашение между инвестиционным товариществом и управляющим фонда, который действует как поставщик инвестиционных услуг, поэтому величина начисленного вознаграждения отражается отдельной строкой в отчете о финансовом положении (МСФО (IAS) 32, пар. AG14F-AG141; МСФО (IAS) 1, пар. 85, 99) и не формирует строку «чистые активы товарищей».

Для раскрытия информации о венчурных инвестициях в отчете о финансовом положении венчурного фонда (инвестиционного товарищества) автором были приняты во внимание следующие полученные выше результаты исследования:

- венчурный фонд соответствует критериям признания «инвестиционной организации», что обусловливает оценку венчурных инвестиций по справедливой стоимости с отнесением изменения на финансовый результат отчетного периода (МСФО (IAS) 1, пар. 54);
- венчурный фонд осуществляет инвестиции в портфельные компании с целью увеличения их стоимости в долгосрочной перспективе, что обусловливает их отражение в отчете о финансовом положении в разделе долгосрочных активов по строке «финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости» (МСФО (IFRS) 7, пар. 8);
- венчурный фонд может осуществлять венчурные инвестиции, предоставляя бридж-финансирование (конвертируемые займы со сроком погашения до одного календарного года), что определяет их отражение в разделе краткосрочных активов отчета о финансовом положении по строке «финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости».

На основании изложенного выше был разработан формат отчета о финансовом

[65] IRE Council. Auditing Carried Interest in the Accounts of Alternative Investments Structures. – 2020. – p. 7.

положении для венчурного фонда (инвестиционного товарищества) (табл. 8).

Таблица 8 – Отчет о финансовом положении венчурного фонда (инвестиционное товарищество)

Отчет о финансовом положении на 31.12.20X3			
	31.12.20X3	31.12.20X2	31.12.20X1
АКТИВЫ			
Долгосрочные активы			
Финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости			
Итого долгосрочные активы			
Краткосрочные активы			
Финансовые активы, оцененные по справедливой стоимости			
Дебиторская задолженность по процентам и дивидендам			
Прочая дебиторская задолженность			
Денежные средства и их эквиваленты			
Прочие краткосрочные активы			
Итого краткосрочные активы			
ИТОГО АКТИВЫ			
ОЯЗАТЕЛЬСТВА			
Краткосрочные обязательства			
Начисленное вознаграждение за успех			
Прочая кредиторская задолженность			
Краткосрочные займы			
Итого краткосрочные обязательства			
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, за исключением чистых активов товарищей			
ЧИСТЫЕ АКТИВЫ ТОВАРИЩЕЙ			

Источник: разработано автором.

Отчет о совокупном доходе

Согласно МСФО (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности»[66] в отчете о совокупном доходе раскрывают информацию о прибыли и убытках (суммарный доход за вычетом расходов без учета компонентов прочего совокупного дохода) и прочем совокупном доходе (доходы и расходы, которые не признаются в составе прибыли или убытка, как того требует, или разрешают МСФО). В составе прочего совокупного дохода раскрывается следующая информация: «изменения прироста стоимости от переоценки, относящейся к основным средствам и нематериальным активам; переоценка пенсионных планов с установленными выплатами; прибыли и убытки от повторной оценки финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи; эффективную часть

[66] Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. «Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.minfin.ru/common/upload/library/no_date/2013/IAS_01.pdf.

инструментов хеджирования при хеджировании денежных потоков» (МСФО (IAS 1), пар. 7).

В связи с тем, что венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества, удовлетворяет критериям «инвестиционной организации», то все инвестиции оцениваются по справедливой стоимости с отнесением изменения на финансовый результат, что обусловливает отсутствие элементов прочего совокупного дохода.

К доходам от операционной деятельности, в первую очередь, относится изменение справедливой стоимости венчурных инвестиций, что согласуется с инвестиционной стратегией венчурного фонда. В связи с этим, в отчете о совокупном доходе на агрегированной основе отражается изменение справедливой стоимости финансовых активов, которое включает (МСФО (IFRS) 7, пар. 20):

- реализованные прибыли от инвестиций;
- реализованные убытки от инвестиций;
- нереализованные прибыли от инвестиций;
- нереализованные убытки от инвестиций.

Также к доходам от операционной деятельности относятся проценты и дивиденды, которые зарабатывает фонд, удерживая финансовые инструменты портфельных компаний (МСФО (IAS 1), пар. 82).

К операционным расходам венчурного фонда относятся **расходы на управление фондом** и **расходы, связанные с вознаграждением за успех**, информация о которых является существенной для пользователей, поэтому раскрывается отдельно от остальных операционных расходов в отчете о совокупном доходе (МСФО (IAS) 1, пар. 85, 99).

Расходы на управление должны быть обоснованными и компенсировать заработную плату управляющего фондом, расходы на мониторинг портфельных компаний; командировочные расходы, расходы на информационные услуги, подписки на базы данных, программное обеспечение, ведение бухгалтерского учета, расходы на аренду офисных помещений и др. (ILPA, 2019).

Автором определено, что расходы на управление признаются в момент осуществления первой инвестиции в портфельную компанию и останавливается на дату ликвидации фонда, установленную в договоре инвестиционного товарищества (KPMG, 2015; PwC, 2019).

Сформулированное выше позволило автору предложить название итоговой строки отчета о совокупном доходе для венчурного фонда (инвестиционного товарищества) – «увеличение (уменьшение) чистых активов товарищей за отчетный период», а также разработать формат отчета (табл. 9).

Таблица 9 – Отчет о совокупном доходе венчурного фонда (инвестиционное товарищества)

Отчет о совокупном доходе за год, заканчивающийся 31 декабря 20X3г.		
	31.12.20X3	31.12.20X2
Операционные доходы		
Изменение справедливой стоимости финансовых активов, оцененных по справедливой стоимости		
Доходы по процентам		
Доходы по дивидендам		
Прочие доходы		
Итого доходы		
Операционные расходы		
Расходы на управление фондом	()	()
Расходы, связанные с вознаграждением за успех	()	()
Прочие операционные расходы	()	()
Итого операционные расходы	()	()
Операционная прибыль (убыток)		
Финансовые расходы		
Расходы по процентам		
Итого финансовые расходы		
Итого расходы	()	()
Увеличение (уменьшение) чистых активов товарищей за отчетный период		

Источник: разработано автором.

Отчет об изменении чистых активов товарищей

Инвестиционное товарищество не является юридическим лицом, поэтому такая учетная категория, как «собственный капитал», не может быть использована для раскрытия информации в финансовой отчетности, что обусловило необходимость внедрения следующего элемента: «чистые активы товарищей». В связи с этим, на основании полученных ранее выводов автором предложено раскрывать информацию в «отчете об изменении чистых активов товарищей» (KPMG, 2019).

По сути, информация в данном отчете является детализацией изменения долгосрочных обязательств венчурного фонда, которые связаны с исполнением договора инвестиционного товарищества в части: оплаты вклада в общее дело (вложенный капитал); распределения реализованной прибыли (изъятиями товарищей), изменения чистых активов товарищей за отчетный период, не связанные с вложениями или изъятиями товарищей (прибыль (убыток)).

Изложенное выше позволило автору разработать формат отчета об изменении чистых активов товарищей (табл. 10).

Таблица 10 – Отчет об изменении чистых активов венчурного фонда (инвестиционное товарищества)

Отчет об изменении чистых активов товарищей за год, заканчивающийся 31 декабря 20Х3г.			
	Чистые активы товарищей		Всего
	управляющего товарища	товарищей-вкладчиков	
На 01.01.20Х2			
Вложенный товарищами капитал			
Изъятия товарищей	()	()	()
Увеличение (уменьшение) чистых активов товарищей за отчетный период			
На 31.12.20Х2			
Вложенный товарищами капитал			
Изъятия товарищей	()	()	()
Увеличение (уменьшение) чистых активов товарищей за отчетный период			
На 31.12.20Х3			

Источник: разработано автором.

Отчет о движении денежных средств

Бизнес-модель венчурного фонда обусловливает специфическое для инвестиционных организаций представления информации в отчете о движении денежных средств, в котором раскрываются денежные потоки только в разрезе операционной и финансовой деятельности (табл. 11).

Автором определено, что поступления денежных средств от операционной деятельности формируются при выходе венчурного фонда из инвестиции. Венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества, может получать дивиденды от долевых инструментов портфельной компании или проценты от конвертируемого займа. Оттоки денежных средств от операционной деятельности связаны, во-первых, с проведением раундов финансирования (приобретением долевых инструментов портфельной компании); во-вторых, с оплатой операционных расходов и выплатой вознаграждения управляющему товарищу.

В разрезе финансовой деятельности поступления денежных средств формируются, преимущественно, вкладами товарищей, а также могут быть связаны с получением краткосрочных займов. Оттоки денежных средств обусловлены распределением реализованной прибыли между участниками инвестиционного товарищества (изъятиями), оплатой процентов, выплатой основной суммы займов.

Изложенное выше позволило разработать формат отчета о движении денежных средств для венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества (табл. 11).

Таблица 11 – Отчет о движении денежных средств венчурного фонда (инвестиционное товарищество)

Отчет о движении денежных средств за год, заканчивающийся 31 декабря 20X3г.		
	31.12.20X3	31.12.20X2
Денежные потоки от операционной деятельности		
Поступления:		
Денежные средства, полученные от реализации финансовых активов		
Проценты полученные		
Дивиденды полученные		
Прочие поступления		
Платежи:		
Денежные средства, потраченные на приобретение финансовых активов	()	()
Выплаченное вознаграждение за управление	()	()
Выплаченное вознаграждение за успех	()	()
Прочие оплаченные операционные расходы	()	()
Чистый денежный поток от операционной деятельности		
Денежные потоки от финансовой деятельности		
Поступления:		
Вклады товарищей		
Поступления от краткосрочных займов		
Платежи:		
Изъятия товарищей	()	()
Оплаченные проценты		
Погашение краткосрочных займов		
Чистые денежные потоки от финансовой деятельности		
Чистое увеличение/(уменьшение) денежных средств		
Денежные средства на начало отчетного периода		
Денежные средства на конец отчетного периода		

Источник: разработано автором.

Таким образом, выше был изучен зарубежный опыт раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных фондов, на основании которого был разработан и предложен формат финансовой отчетности для венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества.

2.4.2 Отчет для инвесторов

На развитых рынках капитала инвестиционные организации, осуществляющие экономическую деятельность в сегменте альтернативных инвестиций, не только формируют финансовую отчетность (financial reporting), но также раскрывают

информацию в «отчете для инвесторов» (investor reporting).

Рекомендации для представления информации в «отчете для инвесторов», которым на добровольной основе следуют участники рынка, разрабатывают негосударственные профессиональные организации, представляющие интересы всех вовлеченных в процесс инвестирования сторон. Целесообразность их использования заключается в стандартизации контента, который обеспечивает инвесторов фонда необходимой информацией для выполнения фидуциарных обязанностей (Invest Europe IRG, 2018).

Отметим два документа, один из которых используется на международном уровне – «Международные директивы по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях» (IPEV IRG, 2012); второй применяется инвестиционными фондами, осуществляющими экономическую деятельность в сегменте альтернативных инвестиций в Европейском Союзе – «Рекомендации по раскрытию информации для инвесторов» (Invest Europe IRG, 2018). Названные выше документы вобрали в себя лучшую отраслевую практику, носят рекомендательный характер, предназначены для управляющих фондов прямых и венчурных инвестиций для подготовки и представления ***«отчета для инвесторов»*** (Invest Europe, 2018).

IPEV IRG (2012) рекомендуют формировать отчет для инвесторов, систематизируя и представляя информацию в следующих разделах: информация о фонде (fund information); информация для инвесторов (investor information); вознаграждение главного партнера и операции со связанными сторонами (fees, carried interest and related party transaction information); информация об инвестиционном портфеле (investment portfolio information) (IPEV IRG, 2012) (табл. 12).

Таблица 12 – Требования к формированию отчета для инвесторов

	International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines (2012)	**Investor Reporting Guidelines (2018)**
1.	информация о фонде	информация о фонде
2.	информация для инвесторов	основные аспекты деятельности
3.	вознаграждение главного партнера и операции со связанными сторонами	статус фонда
4.	информация об инвестиционном портфеле	вознаграждение управляющих и операционные расходы фонда
5.		операции со связанными сторонами и конфликт интересов
6.		финансовая отчетность фонда

Источник: разработано автором на основании Invest Europe IRG, 2018, с.74; IPEV IRG, 2012, с.11

В свою очередь, Investor Reporting Guidelines (2018) предлагают следующую структуру отчета для инвесторов: информация о фонде (Fund Overview); основные аспекты деятельности (Executive Summary); статус фонда (Fund Performance Status); вознаграждение управляющего и операционные расходы фонда (GP Fees, Carried Interest and Fund Operating Expenses); операции со связанными сторонами и конфликт интересов (Related Party Transactions and Conflicts of Interest), финансовая отчетность фонда (Fund Financial Statements) (Invest Europe IRG, 2018).

С точки зрения автора, для привлечения инвестиций в экономику страны, построения долгосрочных отношений с зарубежными партнерами – важно обеспечить потенциальных инвесторов надежной, полезной и сопоставимой информацией. Это может быть достигнуто, в том числе, с помощью добровольного применения фондами прямых и венчурных инвестиций рекомендаций для раскрытия информации в формате, используемом на развитых рынках капитала.

На наш взгляд, подготовка и представление «отчета для инвесторов» венчурными фондами (инвестиционными товариществами) на основании положений «Международных директив по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях» (IPEV IRG, 2012) обеспечит повышение прозрачности их деятельности. На основе IPEV IRG (2012) автором были разработаны и представлены ниже рекомендации, которые могут быть положены в основу подготовки «отчета для инвесторов» венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества.

1. Информация о фонде (Fund information)

1.1. Общее представление о фонде (fund overview)

Цель раскрытия заключается в том, чтобы представить информацию о фонде, позволяющую участникам инвестиционного фонда, а также другим заинтересованным лицам получить общее представление о деятельности фонда. В частности, рекомендуется раскрывать следующую информацию:

- название фонда (fund full name);
- общую величину зарезервированного капитала (total commitments);
- условия оплаты зарезервированного капитала для товарищей-вкладчиков (fund term);
- период инвестирования и дата его окончания (investment period criteria and end date);
- инвестиционную стратегию фонда в разрезе инвестиционных стадий развития, географического региона, секторов экономики (investment strategy by stage, geography

and sectors);

- основные условия экономической деятельности фонда: вознаграждение управляющего венчурным фондом; возврат вложенного капитала, распределение прибылей и убытков, величина привилегированной доходности (пороговая доходность) (key economic terms including: management fee terms; distribution provisions; profit and loss allocation, preferred return);
- наименование управляющего товарища и величина его участия в зарезервированном капитале (GP name and size of GP commitment);
- год, в который венчурный фонд сформировался и начал осуществлять инвестиции (vintage year);
- дату окончания инвестиционного договора (final close date);
- юридическую регистрацию фонда, организационно-правовую форму фонда (fund's domicile, legal form and structure);
- процедуры и методы оценки инвестиций по справедливой стоимости (the fund's fair value estimation policies processes and procedures).

1.2. Информация о фонде (executive summary)

Информация, представляемая в данном разделе, направлена на раскрытие основных аспектов инвестиционной деятельности фонда. Рекомендуется раскрывать следующую информацию:

- инвестиции в новые портфельные компании, включая краткое описание их бизнеса и стадии развития (new Investments, including brief description of Investee's business and stage of investment);
- новые раунды инвестиций в находящиеся под управлением портфельные компании (follow-on investments);
- значительные события с текущими инвестициями (IPO, слияния, поглощения) (significant events with current Investments (IPO, mergers, acquisition));
- финансовые результаты деятельности фонда, включая изменение справедливой стоимости активов под управлением (overview of investment performance, including changes in fair value);
- изменения, произошедшие в методах или процедурах определения справедливой стоимости инвестиций, если такие события имели место быть (changes, if any, to the fund's fair value estimation policies, processes and procedures);

- существенные изменения, связанные с управляющим фонда, надзорным органом (significant events within the fund managers/GP/investment advisory);
- изменения в инвестиционной стратегии фонда (changes in investment strategy);
- изменение справедливой стоимости чистых активов фонда в течение периода действия договора инвестиционного товарищества, которое включает суммарную величину вложенного капитала, суммарную величину возврата средств участникам инвестиционного товарищества, очищенную от расходов на управление и вознаграждения за успех (changes in fair value of the fund over its life, which may include total contributed capital, cumulative distributions net of management fees and carried interest).

1.3. Статус фонда (fund status)

Цель раскрытия – предоставление заинтересованным пользователям информации о результатах деятельности и обязательствах фонда. В данном разделе рекомендуется к представлению следующая информация:

- величина зарезервированного капитала, внесенного вложенного товарищами капитала; неоплаченной части зарезервированного капитала; о влиянии расходов на управление и вознаграждении за успех на величину внесенного капитала и неоплаченной части зарезервированного капитала (total contributed capital; total remaining commitment callable (available for drawdown; impact of management fees and other fees (explain if included in committed capital);
- величина изъятий участникам инвестиционного товарищества, включая информацию о вознаграждении за успех, выплаченную управляющему венчурным фондом (cumulative distributions to the investors and to the fund manager, including carried interest, if any);
- справедливая стоимость инвестиционного портфеля (total fair value of portfolio);
- суммарная величина активов, за исключением инвестиционного портфеля, и обязательств фонда (total other assets and liabilities);
- стоимость чистых активов фонда (total net assets);
- величина внутренней нормы доходности (gross IRR);
- мультипликаторы: величина изъятий товарищей к общей сумме вложенного капитала; величина вложенного капитала к величине зарезервированного капитала; стоимость чистых активов фонда к величине вложенного капитала (multiples: distributions to paid

in capital – DPI; paid in capital to capital commitment – PICC; net assets value NAV (net of management fees and carried interest) to paid in capital – RVPI);

- совокупная величина инвестиций в портфельные компании (total invested in portfolio companies).

2. Информация для инвесторов (Investor information)

2.1. Денежные потоки и чистая норма внутренней доходности (cash flow and net IRR calculation)

В данном разделе раскрывают информацию о движении денежных средств между участниками инвестиционного товарищества и фондом, в частности:

- на агрегированной основе представляют информацию о денежных потоках между фондом и товарищами-вкладчиками (aggregate cash flows between fund and LPs);
- чистую норму внутренней доходности (очищенную от величины расходов на вознаграждение за успех управляющего товарища) (net IRR (net of carried interest)).

2.2. Счет капитала каждого товарища-вкладчика (individual capital account)

В данном разделе раскрывается информация для каждого участника инвестиционного товарищества с момента начала функционирования фонда в разрезе:

- совокупной величины обязательств перед фондом (величина зарезервированного капитала, приходящаяся на товарища-вкладчика) (total commitments);
- доли чистых активов, приходящейся на каждого товарища-вкладчика пропорционально величине вклада в общее дело (percentage ownership of the fund);
- величины вложенного капитала в текущем отчетном периоде (total contributed capital (current period));
- совокупной величины вложенного капитала с начала функционирования фонда (total contributed capital since inception);
- величины неоплаченной части зарезервированного капитала (unfunded commitment);
- величины изъятий в текущем отчетном периоде (current period distributions);
- совокупной величины изъятий с начала функционирования фонда (distributions since inception);
- величины финансового результата (прибыль / убыток) фонда за текущий отчетный период и совокупной величины финансового результата с начала его функционирования в разрезе: расходов на управление, операционной прибыли (убытка), реализованной прибыли (убытка), нереализованной прибыли (убытка),

распределения величины вознаграждения за успех, которая приходится на каждого товарища-вкладчика (fund performance, noting separately cumulative and current period, as applicable: management fees, operating income (loss), realized gains (losses), unrealized gains (losses), specify allocation to carried interest partners);

- справедливой стоимости капитала на конец отчетного периода (сальдо счета капитала на конец отчетного периода) (capital account at fair value at the end of the reporting period).

2.3. Обязательства по оплате зарезервированного капитала (capital call notice)

Даная информация должна быть раскрыта участникам инвестиционного товарищества, в части:

- даты оплаты зарезервированного капитала (due date of capital call);
- общей величины капитала, которую должны оплатить товарищи (amount of capital call in total for the fund);
- обязательств по оплате зарезервированного капитала для каждого товарища-вкладчика (commitment held by the individual investor);
- величины вложенного капитала и оставшейся неоплаченной части зарезервированного капитала (cumulative called capital (inclusive of this capital call) and remaining unfunded commitment).

2.4. Уведомление о распределении реализованной прибыли (distribution notices)

Когда управляющий венчурного фонда принимает решение о распределении реализованной прибыли, то каждый участник инвестиционного товарищества должен получить следующую информацию о:

- дате выплаты денежных средств (payment date of the distribution);
- совокупной величине денежных средств, которая будет выплачена участникам фонда, а также количество денежных средств, которое получит каждый товарищ (amount of the distribution in total for the fund and for relevant investor);
- кумулятивной величине выплат, которая была перечислена каждому товарищу-вкладчику с даты начала функционирования фонда (cumulative distribution amount).

3. Вознаграждение управляющего венчурным фондом (Fees, carried interest)

3.1. Расходы на управление и информация об операциях со связанными сторонами (management fees and related party transactions)

Раскрытие информации об условиях оплаты услуг управляющего товарища

позволяет товарищам-вкладчикам (инвесторам венчурного фонда) сравнивать затраты на управление между финансовыми посредниками, действующими на рынке. В частности, рекомендуется представлять следующие данные:

- величину расходов на управление и начисленных расходов (management fees paid and accrued by fund);
- базу для расчета расходов на управление (the cost or valuation base used to calculate the fund management fees);
- величину расходов, которая была понесена от андерайтинга, консультационных услуг, мониторинга портфельных компаний (statement of fees delineated by principal categories (underwriting fees, consulting fees, directors and monitoring fees).

3.2. Вознаграждение за успех (carried interest)

Раскрытие информации для товарищей-вкладчиков о способах формирования вознаграждения за успех является обязательным условием обеспечения прозрачности деятельности фонда. Рекомендуется раскрывать следующую информацию:

- механизм формирования вознаграждения за успех (description of the carried interest calculation);
- ставку привилегированной доходности (hurdle rate calculation);
- величину выплаченного вознаграждения за успех в текущем отчетном периоде, в прошлом отчетном периоде, а также кумулятивную величину с даты начала функционирования фонда (fund level carried interest paid from inception to the reporting date and since the last reporting date).

4. Информация об инвестиционном портфеле (Investment portfolio information)

4.1. Информация о текущем портфеле венчурного фонда (current portfolio summary)

В рамках данного раздела раскрывают информацию о текущем инвестиционном портфеле в разрезе:

- названия портфельной компании (portfolio company name);
- организационно-правовой формы собственности портфельной компании (whether the company is quoted or unquoted);
- даты осуществления инвестиций в портфельную компанию (date of investment);
- региона (geography);
- отрасли (industry);
- доли в собственном капитале портфельной компании (percentage ownership);

- первоначальной стоимости инвестиций в портфельную компанию (cost of investment);
- справедливой стоимости инвестиций в портфельную компанию на отчетную дату (fair value of investment).

4.2. Информация о реализованных инвестициях фонда (realized portfolio summary)

В рамках раздела раскрывают информацию об инвестициях, из которых вышел венчурный фонд с момента начала его функционирования, в частности:

- название портфельной компании (portfolio company name);
- дату первой инвестиции в портфельную компанию (date of initial investment);
- дату выхода из портфельной компании (disposal date);
- финансовый результат от выхода из инвестиции в разрезе: реализованной прибыли (убытка); полученных дивидендов и процентов; первоначальной стоимости инвестиций в портфельную компанию (total return for the investment, broken down by: cost of realized investment; realized gains (losses); interest and dividends received in cash).

4.3. Детализированная информация о портфельных компаниях венчурного фонда (portfolio company detail)

В рамках данного раздела раскрывают детализированную информацию о портфельной компании:

- вебсайт компании (website);
- короткое описание отрасли и бизнеса портфельной компании (brief description of the industry, business);
- участие в совете директоров портфельной компании (board representation);
- вид и количество ценных бумаг, которые удерживает фонд (type and quantity of securities held);
- отчетная дата для портфельной компании (reporting date);
- величина инвестиций в портфельную компанию, осуществленная фондом (amount invested by the fund);
- оценка инвестиций фонда в портфельную компанию в соответствии с рекомендациями IPEV Valuation Guidelince (Valuation of investment, in accordance with the IPEV Valuation Guidelines);
- стоимость портфельной компании до инвестиции фонда, текущая стоимость портфельной компании с разбивкой на доинвестиционную и постинвестиционную (enterprise value of the company (at initial investment and current, specifying whether pre

or post money);

- информация о долге компании, величине EBITDA, мультипликаторах, если они применяются для оценки стоимости портфельной компании при расчете справедливой стоимости инвестиции фонда (debt, EBITDA, or other earnings multiples if used to determine Fair Value);
- объяснение существенных событий, которые привели к изменению метода оценки стоимости портфельной компании по сравнению с предыдущим отчетным периодом (explanation of any significant changes in valuation compared to the previous reporting period);
- величину дисконта, которую использует фонд для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций (discount, if any).

4.4. Изменение справедливой стоимости инвестиционного портфеля (movement in fair value of portfolio)

В рамках раздела раскрывают информацию об изменении справедливой стоимости инвестиционного портфеля венчурного фонда между текущей отчетной датой и предыдущей. Для каждой портфельной компании должна быть раскрыта следующая информация:

- справедливая стоимость на предыдущую отчетную дату (prior period fair value);
- инвестиции, которые были осуществлены фондом в текущем отчетном периоде (any investments made during the period);
- денежные средства, полученные при выходе венчурного фонда из инвестиции, если такое событие имело место быть (proceeds during the period);
- реализованная прибыль (убыток) за отчетный период (realized gain (loss) during the period);
- справедливая стоимость на отчетную дату (fair value at the reporting date);
- объяснение существенных изменений в оценке портфельной компании по сравнению с предыдущим отчетным периодом (например, увеличение прибыли, изменение сопоставимых показателей, изменение структуры капитала и т. д.) (explanation of any significant changes in valuation compared to the previous reporting period, e.g.: improved earnings, changes to comparables, changes to capital structure).

Таким образом, исследование международных документов, которые публикуют негосударственные профессиональные организации, заинтересованные в повышении

качества раскрытия информации инвестиционными фондами, позволило автору разработать рекомендации, которые могут использовать венчурные фонды (инвестиционные товарищества) для раскрытия информации в «отчете для инвесторов».

Автором предложено формировать информацию в «отчете для инвесторов», представляя ее в следующих разделах: информация о фонде, информация для инвесторов, вознаграждение управляющего товарища, информация об инвестиционном портфеле. Применение разработанных автором рекомендаций венчурными фондами позволит стандартизировать информационный контент, обеспечит институциональных инвесторов необходимой информацией для выполнения фидуциарных функций, что повысит инвестиционную прозрачность национального венчурного рынка.

2.5 Выводы по главе 2

Таким образом, в результате проведенного исследования были получены следующие результаты, представляющие научную новизну:

предложено авторское определение венчурного фонда – инвестиционный фонд, который: 1) раскрывает инвестиционную стратегию исключительно как венчурную; 2) направляет вложенные средства на финансирование объектов венчурных инвестиций (портфельных компаний); 3) инвестиционный портфель состоит преимущественно из венчурных инвестиций (не менее 90%); 4) не привлекает долговое финансирование для реализации инвестиционной стратегии, за исключением краткосрочных заимствований (не более 20% от величины вкладов товарищей в общее дело);

доказана необходимость раскрытия информации венчурными фондами (инвестиционными товариществами) в финансовой отчетности для формирования единого инвестиционно-информационного пространства;

обосновано, что разработанное определение венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, компенсирует недостающий терминологический аппарат в национальных нормативных и правовых актах, удовлетворяет критериям признания «инвестиционной организации» согласно требованиям МСФО, что позволяет признать инвестиционное товарищество подотчетным субъектом и обусловливает отражение венчурных инвестиций по справедливой стоимости согласно МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» с

отнесением ее изменения на финансовый результат отчетного года в соответствии с требованиями МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты».

выявлены специфические виды статей финансовой отчетности венчурного фонда, которые описывают экономические отношения участников инвестиционного товарищества (зарезервированный капитал, вознаграждение за успех, расходы на управление), а также предложены методические рекомендации их раскрытия в финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, в соответствии с МСФО:

- «вложенный товарищами капитал» (вклады товарищей в совместную инвестиционную деятельность) является финансовым обязательством, которое оценивается по амортизируемой стоимости;
- «вознаграждение за успех» (долевое вознаграждение управляющего венчурным фондом за результат) классифицировано как финансовое обязательство, которое оценивается по амортизируемой стоимости;
- «расходы на управление» (операционные расходы венчурного фонда) для данной бизнес-модели зависят от величины вложенного товарищами капитала, которая не была возвращена им при распределении реализованной прибыли.

обосновано, что величина вознаграждения за успех зависит от модели распределения реализованной венчурном фондом прибыли между участниками инвестиционного товарищества. На основе анализа моделей партнерского соглашения, используемых на развитых рынках капитала, автором разработаны две модели распределения реализованной прибыли: модель «фонд как целое» и модель «по каждой сделке»;

разработан формат финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества;

разработаны рекомендации по формированию «отчета для инвесторов», которые могут использовать венчурные фонды, созданные по договору инвестиционного товарищества.

ГЛАВА 3 ОЦЕНКА ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

3.1 Методический инструментарий оценки венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных фондов[67]

3.1.1 Данные для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций

Выше было обосновано использование справедливой стоимости для отражения венчурных инвестиций в финансовой отчетности венчурных фондов (инвестиционных товариществ). При определении справедливой стоимости данные, лежащие в основе, классифицируют на три уровня согласно МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости». Наибольший приоритет отдается данным, которые представляют собой котируемые цены на активных рынках для идентичных активов (исходные данные первого уровня). Далее в иерархии располагаются данные второго уровня, которые не являются котируемыми ценами, но при этом могут быть прямо или косвенно наблюдаемыми. Наименьший приоритет присваивается данным третьего уровня – ненаблюдаемым исходным данным (МСФО (IFRS) 13, пар. 76–90).

В экономической литературе и академических исследованиях отсутствует системный подход, позволяющий идентифицировать данные для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций. Выбор источников информации для расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций, согласно разработанной бизнес-модели, сводится к выбору данных для оценки стоимости портфельной компании.

Проблематику определения надежных источников информации для оценки венчурных инвестиций поднимали в своих работах некоторые исследователи (Knaup, 2005; Watson, Everett, 1996; Knaup, Piazza, 2007; Damodaran, 2009; Korteweg, 2017), сложность идентификации которых обусловлена уникальностью разрабатываемого продукта (услуги); отсутствием финансовой отчетности, а, следовательно, исторических данных для прогнозирования; отсутствием сопоставимых компаний. С целью систематизации информации для определения справедливой стоимости венчурных

---

[67] Данный раздел написан на основании отдельных положений работ автора:

Макушина Е.Ю. Оценка венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности // Финансы и бизнес. – 2021. – № 4 (17). – с. 32-47.
Макушина Е.Ю. Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. – 2022. – № 2. – с.143-159.

инвестиций, согласно представленной в МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» иерархии данных, была исследована «Методика осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «Российская венчурная компания», в которой следующим образом формировалась структура источников информации:

- исходные данные первого уровня – информация рейтинговых агентств (Standard&Poors, Returs, Moodie's, Bloomberg);
- исходные данные второго уровня – информация о венчурном рынке и сделках, размещенная на специализированных ресурсах (CBinsights, Crunchbase, Business Valuation Resources, Mergermarket); статистические обзоры по венчурному рынку, представленные национальными ассоциациями (PitchBook, InvestEurope, RAVI) и консалтинговыми компаниями;
- исходные данные третьего уровня – бухгалтерская отчетность, финансовая модель, бизнес-план, инвестиционный меморандум, бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств, иная управленческая отчетность, инвестиционный план, расшифровки статей баланса (РВК(а), 2019).

Анализ эмпирических исследований (Tyebjee, Bruno, 1984; Robinson, Sensoy, 2013; Zacharakis, Meyer, 1998) свидетельствуют о том, что не все перечисленные выше (РВК(а), 2019) исходные данные третьего уровня являются релевантными для расчета стоимости портфельной компании, а, следовательно, определения справедливой стоимости венчурных инвестиций.

Исследование академических работ (Tyebjee, Bruno, 1984; Robinson, Sensoy, 2013; Zacharakis, Meyer, 1998) позволило автору сделать следующие выводы: венчурные фонды, оценивая объект венчурных инвестиций, ориентируются не только на финансовые метрики, но также уделяют внимание нефинансовым показателям, например, релевантному опыту основателей бизнеса и наличию у них успеха в реализации предыдущих проектов (MacMillan et al., 1987). Анализ экономической литературы (Dávila et al., 2009; Armstrong et al., 2006; Hand, 2005; Sievers et al., 2013) показал, что нефинансовая информация обладает большей объясняющей силой, чем финансовые детерминанты при оценке стоимости объектов венчурных инвестиций на посевной инвестиционной стадии развития.

Эксперты (Manigart et al., 1997) провели исследование венчурных фондов

Великобритании, Франции, Нидерландов, результаты которого свидетельствуют о том, что наиболее релевантным и надежным источником информации является проведенный венчурным фондом дью-дилидженс (due diligence report) объекта венчурных инвестиций, за которым по степени важности следует общая согласованность бизнес-плана; финансовая отчетность, как прошедшая процедуру аудита, так и нет; финансовая модель (табл. 13).

Таблица 13 – Источники информации для оценки объекта венчурных инвестиций (Manigart et al., 1997)

№	Источники информации	Великобритания	Франция	Нидерланды
		Среднее значение (стандартное отклонение)		
1	Собственный дью-дилидженс (due diligence report)	4.5 (0.75)	4.6 (0.63)	4.6 (0.64)
2	Общая согласованность бизнес-плана	4.1 (1.06)	4.8 (0.50)	4.5 (0.60)
3	Отчет о прибылях и убытках, отчет о финансовом положении	4.2 (0.90)	4.3 (0.94)	4.4 (0.64)
4	Биографическая справка по менеджменту	3.9 (1.06)	4.4 (0.84)	4.3 (0.75)
5	Неаудированный прогноз менеджмента	3.8 (0.89)	4.5 (0.66)	4.1 (0.82)
6	Аудиторское заключение, содержащее квалифицированное мнение	3.7 (1.25)	4.4 (0.67)	4.2 (0.74)
7	Неаудированная финансовая отчетность за последний финансовый год	4.0 (0.99)	3.8 (1.15)	3.9 (0.90)
8	Дью-дилидженс, проведенный консалтинговой компанией	3.8 (0.75)	4.0 (0.98)	4.0 (0.91)
9	Продукт / техническая возможность завершения / маркетинговые стратегии	3.6 (0.88)	4.3 (0.58)	4.0 (0.60)
10	Интервью с основателями и менеджментом компании	3.4 (1.12)	4.2 (0.90)	4.2 (0.88)
11	Предполагаемое время выхода венчурного фонда и методы выходы	3.7 (1.08)	3.7 (1.05)	3.3 (1.17)
12	Безусловно положительное аудиторское заключение	3.5 (1.22)	3.6 (1.12)	3.6 (1.05)
13	Государственная отраслевая статистика / Статистические отчеты	2.7 (0.96)	3.4 (0.83)	3.3 (0.76)
14	Информация о других фондах	2.8 (1.05)	3.1 (0.84)	3.0 (0.87)
15	Финансовая пресса	2.9 (0.98)	2.7 (0.83)	2.6 (0.99)
Примечание: где 5 = существенное влияние и 1 = отсутствие влияния.				

Источник: разработано автором на основании (Manigart et al., 1997, с. 35).

Результаты более поздней работы (Tourani-Rad, England, 2003) показывают, что наиболее значимыми информационными источниками, на которых основывается оценка стоимости объекта венчурных инвестиций, являются: общая согласованность бизнес-плана; дью-дилидженс; информация о продажах и маркетинге (табл. 14). В эмпирических исследованиях существует и другая точка зрения в отношении надежности информации, предоставляемой основателями объекта венчурных инвестиций венчурным фондам. Ученые (Kirsch et al., 2009; Amit et al., 1993) пришли к выводу, что венчурные фонды сталкиваются с асимметрией информации при проведении переговоров с основателями бизнеса так, как последние могут раскрывать только ту информацию, которая будет

репрезентативна для получения финансирования.

Таблица 14 – Источники информации для оценки объекта венчурных инвестиций (Tourani-Rad, England, 2003)

№	Источники информации	среднее значение	станд. откл.
1	Общая согласованность бизнес-плана	4.74	0.51
2	Собственный дью-дилидженс (due diligence report)	4.65	0.61
3	Информация о продажах и маркетинге	4.17	0.87
4	Бизнес-план: отчет о прибылях и убытках, отчет о финансовом положении;	4.16	0.97
5	Предлагаемые сроки выхода	4.07	0.92
6	Биографическая справка по менеджменту	4.07	0.92
7	Дью-дилидженс, подготовленный консалтинговой компанией	4.0	0.86
8	Бизнес-план: неаудированные прогнозы менеджмента (на 1 год вперед)	3.93	1.01
9	Информация о продукте	3.86	1.03
10	Производственные мощности / техническая информация	3.83	0.93
11	Интервью с основателями и менеджментом компании	3.81	1.11
12	Неаудированная финансовая отчетность за последний отчетный период	3.76	0.91
13	Прогнозы менеджмента (более чем на 1 год вперед)	3.68	1.12
14	Бизнес-план: квалифицированный аудиторский отчет	3.66	1.08
15	Статистические отчеты	3.33	1.03
16	Государственная отраслевая статистика	2.97	1.05
Примечание: где 5 = существенное влияние и 1 = отсутствие влияния.			

Источник: разработано автором на основании (Tourani-Rad, England, 2003, с. 83).

На основе проведенного выше анализа можно заключить, что неотъемлемым условием проведения раунда финансирования венчурным фондом является наличие дью-дилидженса (тщательной проверки), на основании результатов которого управляющие венчурным фондом принимают решение в отношении осуществления инвестиций в объект венчурных инвестиций. Изложенное выше позволило автору рекомендовать включить поименованный источник информации в систему данных для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций.

Таким образом, на основе проведенного исследования была разработана авторская система данных (табл. 15), в которой обобщены источники информации для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций в соответствии с иерархией данных, представленной в МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости».

Таблица 15 – Система данных для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций в соответствии с МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»

№ п/п	Уровень в иерархии данных	Источники
1.	первый уровень	• информация рейтинговых агентств
2.	второй уровень	• информация о венчурном рынке и сделках, размещенная на специализированных ресурсах (CBinsights, Crunchbase, Business Valuation Resources, Mergermarket); • статистические обзоры по венчурному рынку, представленные национальными ассоциациями (PitchBook, InvestEurope, RVCA) или консалтинговыми компаниями.
3.	третий уровень	• дью-дилидженс (due diligence report); • общая согласованность бизнес-плана; • финансовая модель; • финансовая отчетность или прогнозная финансовая отчетность; • управленческая отчетность (бюджет); • инвестиционный меморандум; • информация о раундах финансирования.

Источник: разработано автором.

3.1.2 Единица стоимостной оценки венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности

Определение единицы оценки справедливой стоимости при отражении венчурных инвестиций в финансовой отчетности венчурных фондов является не менее сложным и дискуссионным вопросом. Проблематика заключается в том, что, во-первых, венчурный фонд может реализовывать неоднократные раунды финансирования в портфельную компанию; во-вторых, раунды могут структурироваться финансовыми инструментами, которые обладают различными правами требования (например, привилегированные акции, конвертируемые займы, обыкновенные акции). Такая ситуация приводит к неопределенности в отношении единицы оценки справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности.

В течение длительного периода времени вопрос определения единицы оценки был предметом дискуссий в профессиональном сообществе. Единица оценки тесно связана, но не всегда совпадает с понятием «учетной единицы» (unit of account), используемой для раскрытия информации в финансовой отчетности так, как для большинства финансовых инструментов под учетной единицей понимается «то, что должно быть оценено». «Учетная единица» представляет собой минимальный уровень «агрегирования», который отражает права собственности инвесторов и выбирается с целью раскрытия информации в финансовой отчетности (МСФО (IFRS 13), пар. 14).

Мнение Совета по МСФО, который рассмотрел вопрос определения стоимостной оценки инвестиций в долевые инструменты со стороны финансового и стратегического инвестора, заключается в следующем: «инвестиции должны оцениваться как единое целое, такая оценка дает релевантную информацию об экономической сущности сделки; инвестор должен оценить все возможные факты и обстоятельства, которые влияют на справедливую стоимость»[68].

В рекомендациях по раскрытию информации для инвесторов (Invest Europe IRG, 2018) предложен другой алгоритм определения едины справедливой стоимости инвестиций, реализованных фондами прямых и венчурных инвестиций:

- если управляющий фондом намерен принимать участие в нескольких раундах финансирования портфельной компании, то инвестиции должны оцениваться и раскрываться в финансовой отчетности на агрегированной основе;
- если управляющий фондом намерен реализовать долговые инструменты портфельной компании независимо от принадлежащих фонду долевых инструментов этой же компании, то каждую инвестицию следует оценивать и раскрывать в финансовой отчетности отдельно (Invest Europe IRG, 2018, с.75).

На наш взгляд, при определении справедливой стоимости инвестиций (активов под управлением) управляющий венчурным фондом будет принимать решение о выборе единицы оценки исходя из:

- намерения совершить либо однократную инвестицию (один раунд финансирования), либо – при достижении согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста объектом венчурных инвестиций – осуществить несколько раундов финансирования;
- экономической природы финансовых инструментов, которыми структурируются раунд.

С точки зрения автора, наиболее консервативное решение обозначенной выше проблемы представлено в IPEV Valuation Guidelines (2018), в которых поясняется, что концепция агрегирования была разработана для целей раскрытия информации в финансовой отчетности. В положениях МСФО предпринята попытка представить транзакцию (раунд финансирования) с учетом способа владения инструментом, включая возникающие юридические права и обязанности, но при этом сделки между основателями

[68] Project: Fair value. Paper Topic: Unit of account. – IASB Meeting. – 18-22 March 2013.

объекта венчурных инвестиций и венчурным фондом не совершаются исходя из предпосылки выбора учетной единицы (Invest Europe IRG, 2018, с.70).

Таким образом, на основе проведенного исследования автором были разработаны методические рекомендации по определению единицы оценки справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества):

- *неоднократные инвестиции могут учитываться двумя способами: либо по справедливой стоимости совокупной доли в портфельной компании, приобретенной в результате нескольких раундов, либо по справедливой стоимости каждой из долей, приобретенных в рамках отдельных раундов, если каждый раунд не зависим от предыдущего;*
- *если потенциальный инвестор имеет возможность приобрести одну акцию непубличной компании, то единицей оценки является акция в отдельности.*

3.1.3 Алгоритм расчета справедливой стоимости инвестиций в соответствии с бизнес-моделью венчурного фонда

Автором выявлена проблематика определения справедливой стоимости венчурных инвестиций в рамках бизнес-модели венчурного фонда, которая обусловлена следующими факторами: 1) стоимостная оценка долевых инструментов, находящихся в инвестиционном портфеле венчурного фонда, зависит от стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании); 2) раунды финансирования структурируются долевыми инструментами объекта венчурных инвестиций с различными правами требования в зависимости от его инвестиционной стадии развития (табл. 7). Следовательно, изменение стоимостной оценки долевых инструментов, которыми владеет венчурный фонд, обусловлено увеличением (уменьшением) стоимости портфельной компании на отчетную дату.

Исследование Международных директив по оценке прямых и венчурных инвестиций (IPEV Valuation Guidelines, 2018) позволило предложить алгоритм определения венчурных инвестиций с учетом разработанной автором бизнес-модели венчурного фонда (инвестиционного товарищества) [IPEV, 2018, с. 4–5]. Принципиально важным для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда является тот факт, что директивы были разработаны в соответствии с требованиями МСФО по оценке справедливой стоимости.

Алгоритм определения справедливой стоимости венчурных инвестиций, учитывающий специфику бизнес-модели венчурного фонда (инвестиционного товарищества):

- *определить* ***стоимость объекта венчурных инвестиций (портфельной компании)*** *(Enterprise Value);*
- *скорректировать полученную стоимость на величину денежных средств и обязательств для расчета скорректированной стоимости (Adjusted Enterprise Value);*
- *полученную величину уменьшить на сумму финансовых инструментов, которые по своему рангу превышают (при ликвидации) инструменты, которыми владеет венчурный фонд с учетом влияния любого инструмента, который может вызвать размывание инвестиций венчурного фонда, определить* ***атрибутивную стоимость*** *(Attributable Enterprise Value);*
- *атрибутивную стоимость распределить между финансовыми инструментами согласно их рангу;*
- *полученные суммы распределить в соответствии с инвестициями венчурного фонда в каждый финансовый инструмент, определяя* ***справедливую стоимость*** *венчурных инвестиций.*

Представленный выше алгоритм расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций, позволяет определить справедливую стоимость каждого класса финансовых инструментов портфельной компании, которые находятся в инвестиционном портфеле венчурного фонда.

Сформулированное выше позволило автору сделать вывод о том, что ключевым вопросом определения справедливой стоимости венчурных инвестиций является оценка стоимости портфельной компании, которая необходима всем вовлеченным сторонам. Для фонда показателем эффективного управления является доходность, которая рассчитывается, как разница между стоимостью инвестиций в момент входа венчурного фонда в портфельную компанию и величиной денежных средств, которые будут получены при выходе из инвестиции. Основатели объекта венчурных инвестиций определяют потенциальный эффект разводнения и потери контроля на основании той же согласованной с фондом оценки стоимости компании (Cumming, Dai, 2011; Hsu, 2004; Zheng et al., 2010).

Исследование профессиональной литературы и академических работ выявило

отсутствие единого подхода к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда). В академических работах не представлена система, отражающая взаимосвязь между выбором метода оценки стоимости портфельной компании и инвестиционной стадией развития, на которой она находится.

Сформулированное выше определило следующую последовательность действий:

- исследовать методы оценки стоимости объекта венчурных инвестиций в рамках затратного, рыночного и доходного подходов, которые рекомендованы МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» (МСФО (IFRS) 13, пар. 62), а также Международными стандартами оценки (IVS, 2020)[69], Международными директивами по оценке прямых и венчурных инвестиций (IPEV, 2018);
- проанализировать альтернативные методы оценки портфельной компании венчурного фонда, которые являются специфичными для отрасли;
- на основании идентифицированных финансовых детерминант (табл. 5) на каждой инвестиционной стадии развития объекта венчурных инвестиций рекомендовать методы оценки его стоимости;
- использовать полученные результаты для разработки системного подхода к оценке стоимости портфельной компании венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

3.2 Методика оценки объекта венчурных инвестиций (портфельной компании) для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций[70]

Процесс оценки стоимости портфельной компании венчурного фонда состоит из трех последовательных этапов (Manigart et. al., 1997). На первом этапе анализируется информации о компании: достигнутые результаты, команда, возможные перспективы

---

[69] IVSC. International Valuation Standards [Электронный ресурс]. – 2020. – p.133. – IVS 200, §70. – Режим доступа: https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/international-valuation-standards-rics2.pdf. Далее по тексту IVS (2020).

[70] Данный раздел написана на основании отдельных положений работы автора:

Макушина Е.Ю. Матрица выбора метода оценки стоимости портфельной компании на венчурных стадиях развития // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2022. – № 1. – с. 41–59.

Макушина Е.Ю. Выявление зависимости между финансовыми инструментами для структурирования венчурного раунда и инвестиционной стадией развития портфельной компании // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2021. – № 4 (23). – с. 163–179.

роста. На втором этапе оцениваются риски, с которыми может столкнуться венчурный фонд, а, следовательно, определяется требуемая доходность от инвестиций, прогнозируются будущие денежные потоки, возможные прибыли. На последнем – выявляются методы (модели) оценки, которые будут использованы для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций, принимая во внимание полученные на предыдущих этапах результаты.

Уточним терминологический аппарат, который будет использоваться в диссертационной работе:

- ***оценка (valuation)*** – это процесс расчета стоимости объекта оценки с использованием оценочных техник или моделей; стоимость (value) объекта оценки представляет собой результат процесса оценки;
- ***стоимость компании (enterprise value)*** представляет совокупную стоимость долевых финансовых инструментов компании, увеличенную на величину долговых обязательств и уменьшенную на количество денежных средств и их эквивалентов, доступных для погашения обязательств (IPEV, 2018 с.53);
- под ***подходом к оценке*** понимается совокупность методов, объединенных в рамках одного подхода;
- ***метод оценки*** – «последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке»[71].

3.2.1 Затратный подход

В основе затратного подхода лежит предпосылка о том, что стоимость компании определяется стоимостью ее активов и обязательств (Fernandez, 2007). Затратный подход применяется в случаях, если: компания не генерирует прибыль; имеет отрицательный денежный поток; отсутствуют аналогичные фирмы в отрасли для использования методов в рамках рыночного подхода; компания не намерена продолжать свою деятельность в обозримом будущем и (или) находится в процессе ликвидации (IVS, 2020, пар. 70).

В профессиональной литературе и эмпирических исследованиях (IVS, 2020, пар. 70; IPEV, 2018; Krishna et al., 2016; Damodaran, 2009) в рамках затратного подхода рекомендуется применение ***метода чистых активов (Net Asset Value)***, согласно

[71] Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО №1)»: Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 297, статья 7

которому стоимость компании рассчитывается как разница между справедливой стоимостью идентифицируемых активов и величиной обязательств компании на дату оценки. Анализ источников информации (Krishna et al., 2016; Halt et al., 2017) позволил автору выделить следующие преимущества использования названного выше метода: простота расчета; надежность исходных данных; возможность оценки стоимости компании с отдельными, независимыми друг от друга группами активов, между которыми не возникает синергетического эффекта.

С точки зрения автора, применение метода чистых активов для объектов венчурных инвестиций осложнено тем, что ресурсы таких компаний, зачастую, представлены нематериальными активами, которые находятся в процессе разработки, или незапатентованными технологиями, для которых отсутствует активный рынок, что может существенно занизить стоимость портфельной компании венчурного фонда (Krishna et al., 2016; Halt et al., 2017).

В экономической литературе (Damodaran, 2002; Parrino, 2005) в рамках метода чистых активов выделяются два метода оценки стоимости компании: метод ликвидационной стоимости (Liquidation Value Method), метод замещения (Replacement Cost Method). Суть метода замещения заключается в том, что стоимость объекта оценки определяется ценой аналогичного (похожего) объекта, или представляет совокупность затрат, необходимых для его замещения.

Метод ликвидационной стоимости может быть использован управляющим венчурным фондом в случае, если объект венчурных инвестиций не достигает согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста (табл. 6), в течение длительного времени несет убытки, что приводит к необходимости выхода из инвестиции. Стоимость компании в таком случае представляет собой величину денежных средств, которую могут получить собственники при ее ликвидации (Graham, 2003). Метод предлагает схожий инструментарий для оценки стоимости, что и метод чистых активов, но вместо справедливой стоимости используют ликвидационную так, как оценка не основывается на допущении продолжающейся деятельности. Ликвидационная стоимость активов может быть ниже их справедливой стоимости на дату оценки из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры и ограниченного временного интервала для их реализации.

Результаты эмпирических исследований показывают, что метод ликвидационной стоимости редко используется венчурными фондами (по шкале от 1 – «почти никогда не

используется» до 5 – «используется почти всегда», имеет среднее значение 1,97) (Wright, Robbie, 1996). К такому же заключению пришли авторы более поздней работы (Tourani-Rad et al., 2003).

На наш взгляд, к недостаткам перечисленных выше методов оценки стоимости в рамках затратного подхода следует отнести тот факт, что они игнорирует возможность капитализации будущего роста объекта венчурных инвестиций, что приводит к минимальной расчетной стоимости, которую можно рассматривать только в качестве порогового значения (De Olivera, Zotes, 2018).

Таким образом, метод чистых активов рекомендуется использовать в качестве проверочного для получения порогового (минимального) значения стоимости объекта венчурных инвестиций на любой инвестиционной стадии развития. При отсутствии целесообразности финансирования объекта венчурных инвестиций, который в течение длительного периода времени несет убытки, не достигает согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста, рекомендуется применять метод ликвидационной стоимости на всех инвестиционных стадиях развития (табл. 20).

3.2.2 Сравнительный подход

Методы в рамках сравнительного подхода (market approach) основываются на рыночной информации и не требует прогнозных данных.

С точки зрения автора, для разработки системного подхода к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций следует уделить внимание методам оценки в рамках рыночного подхода, которые рекомендованы Международными директивами по оценке стоимости прямых и венчурных инвестиций (IPEV, 2018), а именно: метод «цена последней инвестиции»; метод специфических отраслевых коэффициентов; метод мультипликаторов; метод рыночных котировок.

Последний метод используется для оценки финансовых инструментов портфельной компании, которая прошла процедуру первичного публичного размещения. Зачастую такие инструменты составляют активы фондов прямых инвестиций, что не является областью исследования в рамках диссертационной работы.

Метод «цена последней инвестиции» (Price of Recent Investment) дает надежную оценку справедливой стоимости оцениваемого объекта в том случае, если инвестиции в портфельную компанию были произведены относительно недавно. Метод основан на рыночных данных, поэтому он является приоритетным для оценки стоимости

портфельной компании на посевной и начальной стадиях развития, что обусловлено отсутствием возможности достоверного прогнозирования денежных потоков или прибылей оцениваемого объекта. Использование названного выше метода характерно для оценки объектов венчурных инвестиций в тех отраслях, в которых высокая частота раундов финансирования (IPEV, 2018).

С точки зрения автора, важным показателем для расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности является временной промежуток от момента осуществления последней инвестиции в портфельную компанию до момента отчетной даты так, как надежность полученной оценки с течением времени неизбежно уменьшается. Продолжительность временного отрезка для каждой портфельной компании выбирается индивидуально в зависимости от внутренних и внешних факторов (IPEV, 2018).

При анализе периода, прошедшего с даты последней инвестиции, выделяют три временных отрезка: менее 6 месяцев, где достоверность является высокой; более 6, но менее 12 месяцев – средняя достоверность; более 12 месяцев – низкая достоверность. С точки зрения автора, следует использовать представленный выше анализ временного отрезка для всех методов в рамках рыночного подхода.

Если цена последней инвестиции больше не является надежным источником информации для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций, но при этом отсутствуют доступные данные об аналогичных компаниях в отрасли, недавно совершенных сделках, то «цену последней инвестиции» корректируют. В таком случае применяются корректировки, основанные на использовании контрольных точек роста (табл. 6), которые носят специфический характер для конкретной отрасли, что может привести к увеличению стоимости портфельной компании при их достижении или к уменьшению, если не были достигнуты.

Контрольные точки роста (табл. 6) портфельной компании следует рассматривать в связке с изменениями как отрасли, так и экономической ситуацией в стране в целом, также следует принимать во внимание следующие факторы: существенное изменение в результатах деятельности объекта венчурных инвестиций по сравнению планируемыми показателями; достижение технической реализации проекта; изменение позиции на рынке для существующего продукта; глобальные изменение в экономике; изменение финансовых результатов деятельности сопоставимых компаний в отрасли; изменение в структуре управления портфельной компании (IPEV, 2018).

Таким образом, метод «цена последней инвестиции» дает наиболее достоверную оценку, если с даты последнего раунда финансирования прошло не более 6 месяцев; может использоваться в качестве основного метода на посевной и стартовой инвестиционных стадиях развития объекта венчурных инвестиций, а также в качестве проверочного – на ранней стадии развития объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда) (табл. 20).

Применение ***метода специфических отраслевых коэффициентов (Industry Valuation Benchmark)*** основывается на финансовых и нефинансовых показателях и используется в тех отраслях, где существуют специфические операционные метрики, например, «цена на пользователя», «средний чек».

Стоимость оцениваемой компании рассчитывается на основе мультипликатора, где базой сравнения выступает количественная операционная метрика, отражающая величину оборота или долю рынка (например, количество посетителей, траффик пассажиров, количество транзакций). Методика расчета стоимости объекта венчурных инвестиций состоит в следующем: сначала рассчитывается отраслевой мультипликатор по сопоставимым компаниям (EV/операционный показатель), затем – стоимость объекта венчурных инвестиций – путем умножения полученного значения отраслевого мультипликатора на прогнозное значение выбранной операционной метрики.

С точки зрения автора, метод специфических отраслевых коэффициентов может быть использован в качестве проверочного для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда) на стартовой и ранней инвестиционных стадиях развития (табл. 20), когда основные финансовые детерминанты (табл. 5) принимают отрицательно значение.

Метод мультипликаторов (Multiples), зачастую, применяется для оценки стоимости портфельной компании, которая имеет стабильные положительные потоки выручки или прибыли (EBITDA, чистой прибыли). Мультипликатор представляет собой отношение стоимости сопоставимой компании (Enterprise Value, Price – числитель мультипликатора), к финансовому показателю оцениваемой компании (Revenue, EBITDA, Net Earnings – знаменателю мультипликатора), исходя из предпосылки, что сравниваемые компании корректно оценены рынком. Принято различать:

- ***мультипликатор сопоставимых компаний (comparable company multiples)***, который позволяет оценить стоимость портфельной компании (Enterprise Value),

используя рыночные котировки финансовых инструментов и данные финансовой отчетности сопоставимых публичных компаний;

- ***мультипликаторы приобретения (acquisition multiples)*** – стоимость объекта венчурных инвестиций определяется с помощью мультипликатора, рассчитанного на доступной информации о цене сделки, в результате которой инвестируемая компания получает контроль над объектом инвестиций.

На основе анализа экономической литературы и Международных стандартов оценки автором (Parrino, 2005; Stowe et al. 2002; De Olivera, Zotes, 2018; IVS (105), 2020) были обобщены следующие преимущества использования метода мультипликаторов: содержит рыночную информацию о стоимости компании; дает надежную оценку в сделках слияния и поглощения, первичного публичного размещения так, как отражает текущую ситуацию на рынке; не требует прогнозных данных; может давать надежные результаты для оценки объекта венчурных инвестиций на стадии расширения, на которой финансовые детерминанты принимают неотрицательное значение.

С точки зрения автора, основным недостатком применения обозначенного выше метода является сложность идентификации сопоставимой компании, которая должна осуществлять экономическую деятельность в той же отрасли, что и объект оценки, или в отрасли, которая одинаково реагирует на изменение внешних экономических условий. Детальный анализ проблематики идентификации сопоставимой компании (Goldman, 2008; Damodaran, 2009; РВК(а), 2019) позволил систематизировать критерии, на которые следует ориентироваться при выборе компании-аналога для оценки объекта венчурных инвестиций:

- соответствие компаний по направлению основной деятельности (удовлетворение одной и той же потребности клиента);
- продукты основаны на использовании одной и той же технологии;
- одинаковая модель монетизации;
- компании работают с одинаковым типом клиентов (B2B, B2C);
- компании имеют сопоставимый профиль риска / находятся на одной стадии инвестиционного развития, или отличаются не более, чем на одну стадию развития;
- сопоставимый прогноз роста выручки/EBITDA на ближайшие 3 года;
- размер целевого рынка и конкурентная позиция на целевом рынке.

Мультипликаторы можно классифицировать следующим образом: по базовому

финансовому показателю; по временному периоду; по степени устойчивости (табл. 16).

Таблица 16 – Классификация мультипликаторов

Критерий	Описание
по базовому финансовому показателю	Мультипликаторы к показателю прибыли (EBIT, EBITDA, Чистая прибыль(E): P/E, P/E/G, EV/EBIT, EV/EBITDA Мультипликаторы к выручке: EV/Sales Мультипликаторы к денежному потоку: EV/Unlevered FCF Мультипликаторы к балансовым показателям: EV/Book Value, EV/Assets, P/B (Price/Book Value)
по временному периоду	Фактические (текущие) – на основе текущих показателей деятельности (Last twelve months – LTM) Прогнозные / форвардные (Next twelve months – NTM)
по степени устойчивости	Фактические Скорректированные (нормализованные)

Источник: PBK(a), 2019, с. 56

Анализ источников информации (IPEV, 2018; AICPA, 2018) позволил автору сделать следующий вывод: при выборе базового финансового индикатора (знаменателя мультипликатора) приоритет отдается показателю EBITDA для тех компаний, которые имеют положительные фактические или ожидаемые прогнозные значения; в случае, если компания не имеет стабильного потока прибыли (EBITDA), то она может быть оценена с помощью актуального или прогнозируемого показателя выручки. При этом использование мультипликатора выручки является менее прозрачным, по сравнению с мультипликатором EV/EBITDA так, как не отражает структуру затрат оцениваемой компании.

Сложность применения метода мультипликаторов для оценки объектов венчурных инвестиций на посевной и стартовой стадиях развития заключается в том, что показатели выручки и прибыли до вычета расходов по амортизации, процентам и налогам (EBITDA) принимают отрицательное значение (финансовые детерминанты – табл. 5). Автором на основе анализа экономической литературы (PBK(a), 2019; Goldman, 2008; Korteweg, 2017) была разработана система выбора базового финансового показателя в мультипликаторе для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций на посевной и стартовой стадиях развития (табл. 17).

Исследование экономической литературы (PBK(a), 2019; IPEV, 2018; Halt et al., 2017; Korteweg, 2017) позволило сделать вывод о том, что для венчурной индустрии выбор числителя в мультипликаторе основывается на следующей специфической для отрасли информации:

- денежной сумме, полученной в ходе раунда финансирования (cash-in);
- денежной сумме, полученной при реализации долей (акций) в аналогичных портфельных компаниях (cash-out);
- информации по IPO;
- рыночных котировках сопоставимых листинговых компаний.

Таблица 17 – Выбор мультипликатора для оценки стоимости портфельной компании

Выручка портфельной компании		**EBITDA портфельной компании**		**Базовый индикатор компании для оценки методом мультипликаторов**
последние 12 месяцев (Last twelve months – LTM)	прогноз на ближайшие 2 периода (Next twelve months – NTM, NTM+1)	последние 12 месяцев (Last twelve months – LTM)	прогноз на ближайшие 2 периода (Next twelve months – NTM, NTM+1)	
отсутствует	отсутствует	отрицательная	отрицательная	метод мультипликаторов неприменим
отсутствует	ожидается выручка	отрицательная	отрицательная	выручка
генерирует выручку	ожидается выручка	отрицательная	отрицательная	выручка
отсутствует	ожидается выручка	отрицательная	положительная	выручка и EBITDA с весами
генерирует выручку	ожидается выручка	отрицательная	положительная	выручка и EBITDA с весами
генерирует выручку	ожидается выручка	положительная	отрицательная	EBITDA
генерирует выручку	ожидается выручка	положительная	положительная	EBITDA

Источник: разработано автором на основании PBK(a), 2019. с. 57

Подчеркнем, что использование мультипликаторов публичных компаний для оценки стоимости объектов венчурных инвестиций должно проходить с достаточной степенью осмотрительности ввиду того, что листинговые компании имеют относительно низкие перспективы роста и профили риска.

С точки зрения автора, при использовании метода мультипликаторов сопоставимых компаний или сопоставимых сделок, следует принимать во внимание различия в уровне ликвидности (реализуемости), которые могут быть обусловлены, во-первых, тем, что сопоставимая компания является листинговой, во-вторых, величиной доли, которая приобретается в ходе сделки. Миноритарные акционеры, по сравнению с держателями контрольного пакета акций, сталкиваются с большим риском, что приводит к ухудшению ликвидности (IPEV, 2018).

В эмпирических работах (Koeplin, Sarin, Shapiro, 2000) не сложилось единого мнения в отношении величины дисконта за ликвидность (discount of lack of marketability –

DOLM[72]). Ученые (Bernardo, Momtaz, Welch, 2021), используя данные по американскому рынку, выявили, что DOLM может достигать 70%, также пришли к выводу, что стартапы, которые отличаются высокими показателями выручки (наличием прибыли), имеют показатели DOLM ниже, чем аналоги.

Однако, согласно общепринятой практике, корректировка на степень ликвидности (дисконта) находится в диапазоне 25–30%, корректировка на отличие в уровне контроля (дисконт или премия), в среднем, составляет 30% (РВК(а), 2019).

Исследователи (Manigart et al., 2000) выявили страновую специфику использования методов оценки стоимости портфельных компаний, а именно: методы дисконтированных денежных потоков чаще применяют венчурные фонды в Нидерландах и Бельгии, в отличии от венчурных фондов США, Великобритании и Франции, где используются методы мультипликаторов. Подчеркнем, что выборка содержала венчурные фонды, которые осуществляют инвестиции на всех инвестиционных стадиях развития портфельной компании.

В другой работе (Dittmann et al., 2004) на выборке из 53 немецких венчурных фондов, инвестиционная стратегия которых заключалась в предоставлении финансирования на посевной и стартовой стадиях развития объектам венчурных инвестиций, были получены следующие результаты: венчурные фонды чаще использовали метод мультипликаторов, на втором месте был метод дисконтированных денежных потоков.

Результаты другого исследования (Craig, 2020) показали, что, приблизительно, 18% венчурных фондов из рассматриваемой выборки для оценки стоимости портфельной компании использовали мультипликатор сопоставимых компаний, 18% – применяли метод, основанный на интуиции и прошлом опыте (gut feel). Также интересной представляется информация относительно выбора мультипликатора: 60% респондентов использовали мультипликатор выручки, 12% – мультипликатор EBITDA, 7% – мультипликатор денежного потока, остальные данные незначительны.

Не менее интересными представляются выводы, полученные учеными (Demirakos et al., 2004), которые изучили 194 аналитических отчета по 26 публичным компаниям, зарегистрированным в Великобритании, в трех отраслях (производство напитков, электроники и фармацевтики). В результате исследователи пришли к выводу, что частота

[72] далее по тексту DOLM

применения метода мультипликаторов для оценки стоимости компании составляла 67%, в свою очередь, метод дисконтированных денежных потоков использовался только в 16% случаях, остальные данные незначительны.

Аналогичные результаты были получены американскими учеными (Pinto et al., 2015), которые провели анкетирование 2000 членов международной ассоциации CFA Institute с целью выявления методов, используемых ими, для оценки стоимости публичных и непубличных компаний. Предпочтения респондентов распределились следующим образом: на первом месте – метод рыночных мультипликаторов; на втором – методы в рамках доходного подхода; на третьем – методы в рамках затратного подхода.

Проведенный анализ экономической литературы и эмпирических исследований позволил автору утверждать, что, во-первых, чаще для оценки стоимости как публичных, так и непубличных компаний применяются методы в рамках рыночного подхода; во-вторых, достоверность рассчитанного мультипликатора уменьшается с течением времени; в-третьих, при использовании методов в рамках рыночного подхода для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций рекомендуется проводить тестирование следующих параметров: отсутствие (наличие) возможности прогнозирования финансовых показателей; низкая (высокая) надежность данных; отсутствие (наличие) финансовой отчетности; репутационные риски; отсутствие (наличие) достоверной информации о стоимости сделки и условиях ее проведения.

Таким образом, применение мультипликатора выручки может быть рекомендовано на посевной и стартовой стадиях развития в качестве проверочного; мультипликатор EBITDA может быть использован на ранней стадии развития (если прогнозный показатель у оцениваемой портфельной компании неотрицательный) и расширения в качестве основного метода оценки (табл. 20).

3.2.3 Доходный подход

Международные стандарты оценки (IVS 200 Businesses and Business Interests) не специфицирует методы оценки стоимости компании в рамках доходного подхода, а только определяет техники, которые могут быть применены: *капитализация денежных потоков или прибыли (capitalising income or cash flow); дисконтирование денежных потоков или прибыли (discounting income or cash flow)* (IVC, 2020, пар. 60.5). Выбор денежного потока, прибыли должен соответствовать объекту оценки, а именно:

- стоимость компании (enterprise value) определяется путем капитализации денежного

потока до вычета расходов на обслуживание долга с применением коэффициента капитализации или ставки дисконтирования, скорректированной на затраты по обслуживанию заемного капитала (WACC[73]);

- стоимость собственного капитала (equity) рассчитывается путем дисконтирования денежного потока доступного собственникам компании, используя требуемую ставку доходности на собственный капитал (cost of equity) (IVC, 2020, пар. 60.4).

Венчурные инвестиции являются вложениями в долевые инструменты, что могло бы обусловить выбор следующих возможных методов: дисконтированных дивидендов (Dividend Discount Model); расчета стоимости на основе чистого денежного потока на собственный капитал (Free Cash Flow to the Equity), расчета стоимости на основе экономической прибыли (Residual Income).

Метод дисконтированных дивидендов (Dividend Discount Model)

Стоимость компании определяется как дисконтированный дивидендный поток. Данный метод используется для оценки стоимости «зрелых» компаний (matured company), которые зарабатывает достаточную чистую прибыль, чтобы выплачивать дивиденды; имеет устоявшуюся дивидендную политику.

На наш взгляд, к преимуществам использования данного метода следует отнести то, что дивиденды, в отличии от других денежных потоков, например, показателя чистой прибыли, менее волатильные. Однако, использование данного метода для портфельных компаний венчурных фондов не является приемлемым, так как их финансовые результаты на некоторых венчурных инвестиционных стадиях развития (посевной, стартовой, ранней) отрицательные.

Метод расчета стоимости на основе чистого денежного потока на собственный капитал (Free Cash Flow to the Equity)

С точки зрения автора, основным преимуществом использования методов, основанных на денежных потоках, является возможность определения фундаментальной стоимости оцениваемой компании. Однако, применение данного метода для портфельных компаний венчурных фондов осложнено тем, что они имеют значительную потребность в инвестициях, что приводит к отрицательному денежному потоку на собственный капитал.

Метод расчета стоимости на основе экономической прибыли (Residual Income).

---

[73] Weighted Average Cost of Capital – средневзвешенная стоимость капитала компании.

Стоимость компании определяется как дисконтированный поток экономической прибыли, которая представляет собой разность между чистой прибылью отчетного года по данным финансовой отчетности и отдачей на собственный капитал в денежном выражении. Данный метод используется в том случае, если компания не выплачивает дивиденды, имеет отрицательный денежный поток. Однако, оценка стоимости компании основывается на бухгалтерских данных, значение которых может быть искажено.

Автор разделяет позицию, представленную в IPEV (2018) и рекомендациях, разработанных Американским Институтом Сертифицированных Бухгалтеров (AICPA, 2018), в отношении целесообразности использования подхода «сверху - вниз» при определении справедливой стоимости венчурных инвестиций. Данный механизм предполагает сначала расчет стоимости портфельной компании (enterprise value), а затем уменьшение полученной величины на справедливую стоимость долга (debt value), что позволяет получить стоимость собственного капитала (equity value) объекта венчурных инвестиций, которая впоследствии распределяется между долевыми инструментами, находящимися в инвестиционном портфеле венчурного фонда (IPEV, 2018, пар. 1.10; AICPA, 2018, с.20-21).

Изложенное выше обусловливает целесообразность исследования методов в рамках доходного подхода, использование которых позволяет определить стоимость портфельной компании венчурного фонда (enterprise value).

Международные директивы по оценке прямых и венчурных инвестиций (IPEV, 2018) в рамках доходного подхода предлагают следующие методы оценки стоимости объекта венчурных инвестиций: *Дисконтированные денежные потоки или прибыли (основного бизнеса) (Discounted Cash Flows or Earnings (of Underlying Business)); Дисконтированные денежные потоки (от инвестиции) (Discounted Cash Flows (From an Investment)).*

Метод «Дисконтированных денежных потоков (от инвестиции)» применяется для определения справедливой стоимости инвестиций в портфельную компанию, которые не представлены долевыми инструментами (non-equity investment). Стоимость таких инвестиций рассчитывается на основе денежного потока от конкретной долговой бумаги. Данный метод используется для оценки прямых инвестиций, которые структурированы долговыми бумагами объекта прямых инвестиций (например, кредитный выкуп).

Метод ***«Дисконтированных денежных потоков или прибыли (от основного бизнеса)»*** применятся для расчета стоимости объекта венчурных инвестиций (enterprise

value). В контексте оценки венчурных инвестиций данный метод дает возможность спрогнозировать денежный поток и рассчитать стоимость портфельной компании в случаях, если она в течение длительного периода несет убытки (loss making), либо имеет прогнозируемый денежный поток выручки или EBITDA (IPEV, 2018, пар. 3.7).

Анализ экономической литературы и эмпирических исследований (Laitinen, 2019; Garnsey, Stam, Heffernan, 2006; Coad et al., 2013; Ross et al., 2001; Damodaran, 2001, 2009) позволил автору сделать вывод, что венчурные фонды для расчета стоимости объекта венчурных инвестиций используют ***метод дисконтированного чистого денежного потока (Free Cash Flow to Firm, FCFF[74])*** – денежного потока, доступного собственникам (учредителям, акционерам) и кредиторам компании. Следует подчеркнуть, что у объектов венчурных инвестиций, как правило, отсутствует долговое финансирование, поэтому величина чистого денежного потока (FCFF), зачастую, совпадает со значением чистого денежного потока, доступного акционерам (FCFE).

Использование данного метода предполагает определение следующих ключевых параметров: релевантного прогнозного периода; построение прогнозного денежного потока; определение терминальной стоимости в постпрогнозном периоде; вычисление ставки дисконтирования, которая отражает присущий венчурным инвестициям риск на целевой инвестиционной стадии развития объекта венчурных инвестиций (Hoseini, Esfanjani, 2019).

На основе анализа профессиональной литературы (РВК(а), 2019) по национальному венчурному рынку автором установлено, что средняя длительность прогнозного периода составляет от 2 до 5 лет для немедицинских отраслей и от 7 до 10 лет – для медицинских.

В рамках доходного подхода предметом наиболее активных дискуссий (Steffens, Douglas, 2007; Hoseini et al., 2019) является определение ставки дисконтирования для расчета стоимости объекта венчурных инвестиций. Некоторые исследователи (Festela et al., 2013) придерживались мнения о необходимости интегрирования специфических для объекта венчурных инвестиций параметров (технологические, финансовые, операционные метрики) при расчете требуемой доходности на собственный (акционерный) капитал путем корректировки коэффициента бета (beta).

Анализ эмпирических исследований (Sahlman, 2009; Plummer, 1987; Frei, Leleux, 2003; Scherlis, Sahlman, 1989; Craig, 2020; Wessendorf et al. 2019; Wright, Robbie, 1996)

---

[74] далее по тексту FCFF

позволил автору сделать вывод о том, что венчурные фонды используют «стандартную» ставку дисконтирования для расчета стоимости портфельной компании при использовании метода FCFF – внутреннюю норму доходности на инвестиции (Internal Rate of Return, IRR[75]), которую каждый фонд определяет самостоятельно, а также раскрывает в отчете для инвесторов.

Величина внутренней нормы доходности венчурного фонда (IRR) в большей степени объясняется инвестиционной стадией развития объекта венчурных инвестиций, значение которой может быть скорректировано вверх или вниз в зависимости от риска конкретного проекта (Manigart et al., 1997; Van Schootbrugge, Wong, 2013). В таблице 18 систематизированы результаты академических работ, в которых определено значение IRR в зависимости от инвестиционной стадии развития объекта венчурных инвестиций.

Таблица 18 – Внутренняя норма доходности венчурных фондов на инвестиционных стадиях развития

Инвестиционные стадии развития	Sahlman, 2009	Plummer, 1987	Frei, Leleux, 2003	Scherlis, Sahlman, 1989
Посевная	>70%	50%-70%	>70%	50%-70%
Стартовая	50%-70%	40%-60%	50%-70%	40%-60%
Ранняя	40%-50%	N/A	40%-60%	30%-50%
Расширения	30%-40%	25%-35%	30%-50%	20%-35%

Источник: разработано автором.

В страновом разрезе представляются интересными результаты следующих эмпирических исследований: первая группа ученых определила, что IRR австралийских венчурных фондов при инвестировании в портфельные компании, находящиеся на посевной, стартовой и ранней инвестиционных стадиях развития находится в пределах 46–55%, на стадии расширения – 26-30% (Tourani-Rad et al., 2003). Вторая группа исследователей (Manigart et al., 1997) выявила диапазон IRR с учетом региональной специфики, доказав, что показатель выше в странах англосаксонского права, по сравнению со странами континентальной Европы.

На основе информации, представленной выше (табл. 18), можно сделать вывод о том, что IRR, в среднем, колеблется на уровне 50–70% на посевной, стартовой, начальной инвестиционных стадиях развития объекта венчурных инвестиций. Однако, статистика за 2020 г. по американскому венчурному рынку свидетельствует о том, что медианное значение на аналогичных стадиях составляет 33%, а верхняя и нижняя границы находятся в интервале 28–48%; на стадии расширения – 30% (Craig, 2020). Относительно низкое

[75] далее по тексту – IRR

значение показателя можно объяснить развитой финансовой инфраструктурой, высокой информированностью инвесторов, доступностью данных в открытых источниках.

Анализ эмпирических исследований (Reis, Augusto, 2013; Ross et al., 2007) показал, что не менее проблематичным для применения метода чистого дисконтированного денежного потока является расчет терминальной стоимости, которая формирует наибольшую часть стоимости портфельной компании так, как приведенная стоимость денежных потоков прогнозного периода, зачастую, принимает отрицательное значение.

В экономической литературе (Parrino, 2005; Damodaran, 2002; Stowe et al., 2002) предложено несколько методов для определения значения стоимости компании в постпрогнозном периоде, среди которых: однофазная модель с постоянным ростом (Gordon Growth Model); двухфазная модель роста (H-Model); модель мультипликатора выхода (Exit Multiple).

Анализ академических работ (Reis, Augusto, 2013; Martins, 2011; Petersen, Plenborg, 2009; Damodaran, 2009) позволил автору утверждать, что венчурные фонды используют двухфазную модель роста (H-Model) так, как она учитывает волатильность денежных потоков портфельной компании на посевной, стартовой, ранней инвестиционных стадиях развития, а также возможность выхода на устойчивые темпы роста на стадии расширения.

Сделанные автором выводы подтверждаются результатами эмпирических работ (Pinto, Robinson, 2015; Tourani-Rad et al., 2003), в которых выявлено, что одним из часто используемых методов оценки стоимости объекта венчурных инвестиций является двухфазная модель чистого денежного потока на инвестированный капитал.

С точки зрения автора, метод не свободен от ограничений, среди которых сложность прогнозирования денежного потока объекта венчурных инвестиций на посевной, стартовой и ранней инвестиционных стадиях развития ввиду высокой неопределенности и риска.

Изложенное выше, обусловливает отсутствие целесообразности применения данного метода на посевной и стартовой стадиях развития. В свою очередь, его можно рекомендовать в качестве проверочного на ранней стадии развития и в качестве основного на стадии расширения (табл. 20).

3.2.4 Альтернативные методы оценки

Дискуссии в отношении целесообразности использования традиционных методов в рамках затратного, рыночного и доходного подходов для оценки стоимости объекта

венчурных инвестиций продолжаются в научном сообществе (Miloud, Aspelund, Cabrol, 2012). Подтверждением этого служат выводы, полученные в академических работах (Dehghan-Eshratabad, Albadvi, 2018; Dusatkova, Zinecker, 2016), в которых исследователи утверждают, что сложность применения «традиционных методов» обусловливается отсутствием исторических данных для прогнозирования, рыночных показателей по сопоставимым компаниям, и активного рынка для оценки нематериальных активов, которыми представлена большая часть активов компаний, разрабатывающих высокотехнологичные продукты.

Инвесторы, зачастую, находясь в условиях нестабильности и высоких рисков, вынуждены принимать решение об инвестировании до того, как будет разработан прототип продукта, а также сформируется рынок для его реализации (Alvarez, Barney, 2007). Использование сложных финансовых моделей для прогнозирования будущих денежных потоков объекта венчурных инвестиций при отсутствии исторических данных и рыночных показателей, по своей сути, основывается на предположениях и допущениях, которые инвесторы, имеющие релевантный опыт в предметной области, могут сделать без их использования (Bhide, 1992).

Методы, которые будут рассмотрены ниже не регламентированы ни IPEV Valuation Guidelines, ни МСФО, ни Международными стандартами оценки из-за наличия высокой степени субъективности. Однако, на наш взгляд, их использование может быть уместным для получения диапазона оценок, а также для определения порогового значения стоимости объекта венчурных инвестиций на посевной и стартовой инвестиционных стадиях развития.

Метод венчурного капитала (The Venture Capital Method)

Применение метода венчурного капитала позволяет определить долю (количество акций), которую получит фонд при заданной величине инвестиций (Sahlman, Scherlis, 1987). Модель предполагает выполнение нескольких последовательных шагов.

На первом шаге определяется *постинвестиционная стоимость* объекта венчурных инвестиций *(post-money value, POST)*. Для этого выбирается временной горизонт, который, как правило, совпадает с моментом выхода венчурного фонда из инвестиции (Sammut, 2012). Стоимость портфельной компании в момент выхода венчурного фонда (exit value, EV) определяется на основании единственного сценария, который считается наиболее реалистичным. Будущую стоимость портфельной компании после выхода

венчурного фонда из портфельной компании дисконтируют по внутренней норме доходности венчурного фонда (Internal Rate of Return, IRR) (Bhagat, 2014).

$$POST = \frac{EV}{(1 + IRR)^t}$$

POST	постинвестиционная стоимость портфельной компании
EV	стоимость портфельной компании в момент выхода венчурного фонда из инвестиции
IRR	внутренняя норма доходности
t	временной интервал от момента первоначальных инвестиций в портфельную компанию до момента выхода венчурного фонда

На втором шаге рассчитывается доинвестиционная стоимость объекта венчурных инвестиций (Visconti, 2020) (pre-money value, PRE), которая определяется как разность между постинвестиционной стоимостью и величиной первоначальных инвестиций.

$$PRE = POST - I$$

POST	постинвестиционная стоимость портфельной компании
PRE	стоимость портфельной компании до первоначальных инвестиций (доинвестиционная стоимость)
I	величина первоначальных инвестиций

На третьем шаге определяется доля, которую получит венчурный фонд после осуществления инвестиции (ownership fraction). Рассчитывает доля венчурного фонда, как отношение величины инвестиции к постинвестиционной стоимости портфельной компании.

$$F = \frac{I}{POST}$$

F	размер доли, которую получит венчурный фонд
I	величина первоначальных инвестиций в портфельную компанию
POST	постинвестиционная стоимость портфельной компании

На четвертом этапе рассчитывается количество акций (Pepis et al., 2018), которые получит венчурный фонд в случае первичного публичного размещения.

$$n^{investor} = n\frac{F}{(1 - F)}$$

$n^{investor}$	количество акций портфельной компании, которые получит венчурный фонд
n	существующее количество акции портфельной компании до момента входа венчурного фонда
F	размер доли, которую получит венчурный фонд после раунда финансирования

На последнем этапе определяется стоимость акции путем деления величины первоначальных инвестиций на количество акций, причитающихся венчурному фонду при выходе портфельной компании на IPO.

$$P = \frac{I}{n^{investor}}$$

P	стоимость акции портфельной компании
I	величина первоначальных инвестиций
$n^{investor}$	количество акций, которые получит венчурный фонд после выхода из портфельной компании

С точки зрения автора, при простоте и логичности данного метода, его использование осложнено необходимостью оценки стоимости портфельной компании в момент выхода из инвестиции венчурного фонда (Scherlis, Sahlman, 1989). Анализ отраслевой практики, представленной в исследованиях (Damodaran, 2009; Bhagat, 2014; Dusatkova, Zinecker, 2016; Sammut, 2012), позволил автору утверждать, что венчурные фонды используют метод мультипликаторов (P/E; EV/Sale) для получения стоимости объекта венчурных инвестиций.

К недостаткам метода следует отнести тот факт, что оценка зависит от результатов переговоров между венчурным фондом и основателями портфельной компании, в котором последние нацелены на увеличение значения мультипликаторов, а венчурные фонды – на занижение для получения большей доли. Определение стоимости выхода из инвестиции, используя мультипликаторы, основанные на прибыли или выручке («крайних точках»), игнорируют промежуточные величины, влияющие на стоимость объекта венчурных инвестиций. Более того, они основываются на информации о компаниях, осуществляющих свою деятельность в настоящий момент, значение которых зависит от текущего состояния экономики, которое может измениться с течением времени.

Несмотря на описанные выше возможные недостатки, применение метода венчурного капитала широко распространено в профессиональной среде. Проведенный среди венчурных фондов опрос, в котором респондентов просили оценить по пятибалльной шкале частоту использования методов оценки стоимости портфельной компании (от 1 – «почти никогда не использовали» до 5 – «почти всегда использовали»), показал, что метод венчурного капитала получил среднее значение 4,31 (Wright, Robbie, 1996).

На наш взгляд, применение метода венчурного капитала может быть рекомендовано в качестве проверочного на посевной и стартовой стадиях развития объекта венчурных инвестиций (табл. 20).

Первый чикагский метод (The First Chicago Method)

Первый чикагский метод является развитием метода венчурного капитала. Методика оценки состоит в том, что моделируются три сценария развития портфельной компании в будущем: оптимистичный, базовый и негативный (Achleitner, Lutz, 2005). Каждому сценарию присваивается вероятность осуществления (Steffens, Douglas, 2007). Стоимость объекта венчурных инвестиций на каждом сценарии определяется двумя элементами: приведенной стоимостью денежных потоков до выхода венчурного фонда из инвестиции и дисконтированной терминальной стоимостью в момент выхода венчурного фонда из инвестиции (Babiarz, 2016). В результате, стоимость объекта венчурных инвестиций рассчитывается, как средневзвешенная величина, умноженная на вероятность реализации каждого сценария.

Преимущество использования данного метода заключается в том, что в условиях неопределенности учитываются возможные изменения параметров модели (ставки дисконтирования, момент выхода компании на устойчивый темп роста и др.). При этом метод не свободен от субъективной оценки вероятности наступления каждого сценария.

С точки зрения автора, использование Первого чикагского метода можно рекомендовать в качестве основного на стартовой и ранней стадиях развития, а также в качестве проверочного на посевной стадии развития (табл. 20).

Метод скоринга (The Scorecard Valuation Methodology)

Метод скоринга был разработан для оценки доинвестиционной стоимости высокотехнологичных стартапов на американском венчурном рынке. Разработчик данного метода (Payne, 2011(a))[76] выделил два последовательных этапа расчета стоимости объекта венчурных инвестиций. На первом этапе определяется средняя доинвестиционная стоимость аналогичных компаний, которые не генерируют выручку и осуществляют экономическую деятельность в одной отрасли одного географического региона. На втором этапе среднюю доинвестиционную стоимость корректируют, путем умножения на фактор (табл. 19), отражающий качественную характеристику оцениваемой компании (Achimská, 2020).

Использование данного метода дает инвестору информацию о верхней и нижней границах стоимости объекта инвестиции[77]*. Из недостатков следует отметить*

---

[68] Payne, B. (a) Valuations 101: The Venture Capital Method [Электронный ресурс]. – 2011. – Режим доступа: https://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-venture-capital-method/

[77] Payne, W. H. The Definitive Guide to Raising Money from Angels. – Bill, 2006. – 91 p.

высокую степень субъективности при выборе величины фактора из предложенного диапазона.

Таблица 19 – Диапазон оценки факторов согласно методу скоринга

	Факторы	**Относительный вес фактора**
1.	наличие сильной управленческой команды	0 – 30%
2.	возможность масштабирования проекта	0 – 25%
3.	дифференцируемость продукта/ наличие технологии	0 – 25%
4.	конкурентная среда	0 – 10%
5.	возможность монетизации проекта (каналы продаж/маркетинг)	0 – 10%
6.	потребность в дополнительных инвестициях	0 – 5%
7.	прочие факторы	0 – 5%

Источник: Payne, B. (b) Scorecard Valuation Methodology. Establishing the Valuation of Pre-Revenue, Startup Companies. – 2011.

Метод Беркуса (The Dave Berkus Method)

«Метод «Беркуса»[78] представляет еще одни способ расчета доинвестиционной стоимости объекта венчурных инвестиций, который не генерирует выручку. Метод предполагает использование количественных факторов, оцененных в денежном выражении[79], каждому из которых заданы максимальные и минимальные значения в диапазоне от нуля до 0,5 млн долл. США: наличие хорошей идеи, прототип, наличие сильной управленческой команды, стратегические взаимоотношения с контрагентами, первичные продажи. Инвестор оценивает наличие или отсутствие перечисленных выше драйверов роста стоимости (факторов), что обусловливает верхнее пороговое значение в 2,5 млн. долл. США.

С точки зрения автора, методы Беркуса и скоринга могут быть использованы на посевной инвестиционной стадии развития путем корректировки значения доинвестиционной стоимости компании с учетом странового фактора (табл. 20).

Результаты исследования показывают, что не существует «идеального» метода оценки стоимости портфельной компании (Akkaya, 2020; Azka, Faturohman, 2020; Achimská, 2020). Каждый из рассмотренных методов имеет преимущества и ограничения (Montani et al., 2020).

При выборе метода оценки стоимости портфельной компании венчурного фонда

[78] Berkus, D. The Berkus Method–Valuing the Early-Stage Investment. Berkonomics [Электронный ресурс]. – 2012. – Режим доступа: https://berkonomics.com/?p=1214

[79] Berkus, D. After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation. Berkonomics [Электронный ресурс]. – 2016. – Режим доступа: https://berkonomics.com/?p=2752

необходимо принимать во внимание не только природу, факты, обстоятельства, в которых осуществляется ее экономическая деятельность, инвестиционную стадию развития, но и следующие факторы:

- согласованность выбранных способов оценки стоимости компании с текущими рыночными условиями и специфическими для отрасли показателями;
- качество и надежность выбранных данных, используемых для каждого метода оценки;
- способность объекта венчурных инвестиций генерировать выручку, прибыль (EBITDA, чистая прибыль), положительный денежный поток (FCFF) в долгосрочной перспективе;
- уникальные характеристики оцениваемого объекта венчурных инвестиций.

Автором аргументировано предложение о разработке системного подхода, который позволит оценить стоимость объекта венчурных инвестиций в зависимости от инвестиционной стадии развития, на которой он находится. Выбор такого подхода продиктован бизнес-моделью венчурного фонда: 1) управляющий венчурным фондом предоставляет финансовую и нефинансовую поддержку портфельным компаниям, что обусловливает продвижение последних по инвестиционным стадиям развития; 2) портфельной компанией может стать объект венчурных инвестиций, который находится на любой из венчурных инвестиционных стадий развития.

Выбор метода оценки стоимости объекта венчурных инвестиций зависит, во-первых, от доступных финансовых детерминант, которые определяются его инвестиционной стадией развития (табл. 5); во-вторых, от достижения портфельной компанией согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста (табл. 6), которые подтверждают способность продолжать экономическую деятельность в обозримом будущем.

Применение предложенных автором контрольных точек роста позволяет управляющему венчурным фондом принять решения о целесообразности проведения следующего раунда финансирования, а, следовательно, влияет на выбор метода оценки стоимости портфельной компании.

Сформулированное выше позволило автору разработать системный подход к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании) и представить его в табличном виде (табл. 20), в котором:

- предложено использовать ***метод ликвидационной стоимости*** в рамках затратного

подхода, при отсутствии целесообразности финансирования объекта венчурных инвестиций, который в течение длительного периода времени несет убытки, не достигает согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста;

- при достижении портфельной компанией согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста – автором рекомендованы методы оценки в качестве основного и проверочного на каждой венчурной инвестиционной стадии развития. В рамках затратного, рыночного и доходного подходов обосновано применение методов: ***чистых активов, цены последней сделки, специфических отраслевых коэффициентов, мультипликаторов, чистого денежного потока***; а также предложено использование специфических для венчурной индустрии методов: ***венчурного капитала, первого чикагского, скоринга, Беркуса.***

Таблица 20 – Системный подход оценки стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда)

	Венчурные инвестиционные стадии развития			
Методы оценки	**посевная**	**стартовая**	**ранняя**	**расширения**
Выполнение предпосылки продолжающейся деятельности				
Традиционные методы оценки стоимости компании				
Затратный подход				
Метод чистых активов	проверочный	проверочный	проверочный	
Рыночный подход				
Цена последней сделки	основной	основной	проверочный	
Метод специфических отраслевых коэффициентов		проверочный	проверочный	
Метод мультипликаторов	проверочный	проверочный	основной	основной
Доходный подход				
Метод чистого денежного потока (FCFF)			проверочный	основной
Альтернативные методы оценки стоимости компании				
Метод венчурного капитала	проверочный	проверочный		
Первый чикагский метод	проверочный	основной	основной	
Метод скоринга	проверочный	проверочный		
Метод Беркуса	проверочный	проверочный		
Нарушение предпосылки продолжающейся деятельности				
Метод ликвидационной стоимости	основной	основной	основной	основной

Источник: разработано автором.

Разработанный автором системный подход является неотъемлемой частью алгоритма оценки справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

3.3 Выводы по главе 3

Таким образом, в результате проведенного исследования были получены следующие результаты, представляющие научную новизну:

обобщены и систематизированы источники информации для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций в соответствие с иерархией данных, представленной в МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»;

разработан способ установления единицы справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности, позволяющий учесть неоднократность инвестиционных раундов и экономическую природу финансовых инструментов, которыми они структурированы;

предложен алгоритм определения справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества), состоящий из пяти последовательных этапов, который начинается с оценки стоимости портфельной компании (enterprise value);

разработан системный подход к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций, основанный на идентифицированных контрольных точках роста и финансовых детерминантах объекта венчурных инвестиций, который позволяет выбрать метод оценки его стоимости на целевой инвестиционной стадии развития;

на основе разработанного системного подхода к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда): 1) обосновано использование метода ликвидационной стоимости, если не достигаются согласованные с венчурным фондом контрольные точки роста на целевой инвестиционной стадии развития; 2) в рамках затратного, рыночного и доходного подходов рекомендовано применение таких методов, как метод чистых активов, цены последней сделки, специфических отраслевых коэффициентов, мультипликаторов, чистого денежного потока; а также предложено использование специфических для венчурной индустрии методов: венчурного капитала, первого чикагского, скоринга, Беркуса.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе предложено определение объекта венчурных инвестиций с позиции инвестиционных стадий развития: посевной, стартовой, ранней и стадии расширения, которое отражает непубличный и инновационный характер деятельности хозяйственного общества, а также потенциал его роста. Идентификация объекта венчурных инвестиций с позиции инвестиционных стадий развития, в отличии от других категориальных признаков, отражает риск невозврата вложенных инвестором ресурсов, позволяет обобщить информацию о финансовых детерминантах в разрезе: выручки; прибыли до вычета расходов по амортизации, процентам и налогам; чистой прибыли; чистого денежного потока, которые необходимы для определения стоимостной оценки венчурных инвестиций с целью раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

Разработана бизнес-модель венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, идентификационными признаками которой являются: ограниченный срок действия фонда; распределение реализованной прибыли, полученной от выхода венчурного фонда из объекта венчурных инвестиций между участниками инвестиционного товарищества без возможности ее реинвестирования; участие управляющего товарища в создании стоимости объекта венчурных инвестиций; реализация инвестиций раундами для снижения риска невозврата вложенных товарищами ресурсов и обеспечения возможности экономической деятельности объекту венчурных инвестиций на целевой инвестиционной стадии развития.

Сформулировано квалификационное определение венчурных инвестиций в рамках разработанной бизнес-модели венчурного фонда (инвестиционного товарищества) с позиции раскрытия информации в его финансовой отчетности, как вложение ресурсов в долевые инструменты объекта венчурных инвестиций.

На основе систематизации источников финансирования объекта венчурных инвестиций (инвесторов), инвестиционных стадий развития, раундов финансирования и финансовых инструментов, которыми они структурированы, представлен комплексный взгляд на систему венчурного инвестирования, позволяющий выявить финансовые инструменты, которые могут использовать венчурные фонды (инвестиционные товарищества) для структурирования раундов финансирования на национальном венчурном рынке: конвертируемый заем; увеличение уставного капитала общества с

ограниченной ответственностью, либо перераспределение долей существующих собственников без изменения величины уставного капитала; размещение дополнительных акций по закрытой подписке непубличного акционерного общества.

Предложено авторское определение венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества – инвестиционный фонд, который: 1) раскрывает инвестиционную стратегию исключительно как венчурную; 2) направляет вложенные средства на финансирование объектов венчурных инвестиций (портфельных компаний); 3) инвестиционный портфель состоит преимущественно из венчурных инвестиций (не менее 90%); 4) не привлекает долговое финансирование для реализации инвестиционной стратегии, за исключением краткосрочных заимствований (не более 20% от величины вкладов товарищей в общее дело).

Авторское определение венчурного фонда (инвестиционного товарищества) позволяет идентифицировать его в качестве подотчетного субъекта и обосновать оценку венчурных инвестиций по справедливой стоимости с отнесением ее изменения на финансовый результат отчетного года.

В рамках предложенного авторского формата финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) разработаны методические рекомендации по раскрытию специфических для венчурного фонда (инвестиционного товарищества) статей финансовой отчетности:

- «вложенный товарищами капитал» (вклады товарищей в совместную инвестиционную деятельность) является финансовым обязательством, которое оценивается по амортизируемой стоимости;
- «вознаграждение за успех» (долевое вознаграждение управляющего венчурным фондом за результат) классифицировано как финансовое обязательство, которое оценивается по амортизируемой стоимости;
- «расходы на управление» (операционные расходы венчурного фонда) для данной бизнес-модели зависят от величины вложенного товарищами капитала, которая не была возвращена им при распределении реализованной прибыли.

Предложены рекомендации по раскрытию информации в новом для национальной практики «отчете для инвесторов», что позволяет повысить прозрачность индустрии прямых и венчурных инвестиций.

Представлен системный подход к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций

(портфельной компании венчурного фонда), основанный на идентифицированных контрольных точках роста и финансовых детерминантах объекта венчурных инвестиций, позволяющий выбрать из совокупности методов (метод ликвидационной стоимости; чистых активов, цены последней сделки, специфических отраслевых коэффициентов, мультипликаторов, чистого денежного потока; венчурного капитала, первого чикагского, скоринга, Беркуса) наиболее корректный метод его оценки на целевой инвестиционной стадии развития.

Предложен алгоритм расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций, обеспечивающий возможность определения стоимостной оценки долевых инструментов портфельной компании, находящихся в инвестиционном портфеле фонда, которые обладают различными правами требования, для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

Дальнейшее направление исследования видится в разработке примечаний к предложенному в диссертационной работе формату финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества. Не менее важной проблематикой дальнейшего исследования является разработка формата отчета для инвесторов (investor reporting), который позволит установить единый механизм раскрытия информации фондам альтернативных инвестиций, обеспечит инвесторов сопоставимой (стандартизированным контентом), достоверной и полной информацией о деятельности венчурных фондов.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативные документы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 03.08.2018) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/
2. Федеральный закон от 06.12.2011 № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете» (ред. от 02.07.2021) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122855/
3. Федеральный закон от 05.05.2014 № 99-ФЗ «О внесении изменений в главу 4 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_162608/
4. Федеральный закон от 23.11.2020 г. № 374-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_368441/
5. Федеральный закон от 21.07.2021 № 254–ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О науке и государственной научно-технической политике"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&prevDoc=102043112&backlink=1&&nd=102149556
6. Федеральный закон от 02.07.2021 № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_389141/
7. Федеральный закон от 31.07.2020 г. № 309-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О науке и государственной научно-технической политике» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&nd=102043112
8. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 25.02.2022) «Об акционерных обществах» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/
9. Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122222/
10. Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 28.06.2013.) «Об инвестиционных фондах» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/
11. Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ (ред. от 02.07.2021, с изм. 25.02.2022) «Об обществах с ограниченной ответственностью» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/
12. Федеральный закон от 25.02.1999 № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22142/

13. Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 г. № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kremlin.ru/acts/bank/43027

14. Постановление Правительства РФ от 22 декабря 2020 г. N 2204 "О некоторых вопросах реализации государственной поддержки инновационной деятельности, в том числе путем венчурного и (или) прямого финансирования инновационных проектов, и признании утратившими силу акта Правительства Российской Федерации и отдельного положения акта Правительства Российской Федерации"

15. Постановление Правительства РФ от 06.03.1998 № 283 «Об утверждении Программы реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18125/

16. Приказ Минфина РФ от 24.11.2003 № 105н. (ред. от 18.09.2006) «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету "Информация об участии в совместной деятельности" ПБУ 20/03» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 22.01.2004 N 5457) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_46166/

17. Приказ Минфина России от 10.12.2002 № 126н. (ред. от 06.04.2015) «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету "Учет финансовых вложений" ПБУ 19/02» (Зарегистрировано в Минюсте России 27.12.2002 N 4085) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_40251/

18. Приказ Минфина России от 27.06.2016 № 98н. «Инвестиционные организации: применение исключения из требований о консолидации (Поправки к МСФО (IFRS) 10, МСФО (IFRS) 12, МСФО (IAS) 28)» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_201954/

19. Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. (ред. от 27.06.2016) «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 10 "Консолидированная финансовая отчетность"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193739/

20. Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. (ред. от 11.07.2016) «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 "Оценка справедливой стоимости"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193740/

21. Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. «Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.minfin.ru/common/upload/library/no_date/2013/IAS_01.pdf

22. Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н. «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 12 «Раскрытие информации об участии в других организациях» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=17120-mezhdunarodnyi_standart_finansovoi_otchetnosti_ifrs_12_raskrytie_informatsii_ob_uchastii_v_drugikh_organizatsiyakh

23. Приказ Минфина России от 27.06.2016 № 98н. (ред. от 17.02.2021) «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9 "Финансовые инструменты"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_202060/

24. Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 28.12.2015 № 217н. «Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 32 "Финансовые инструменты: представление"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193676/

25. Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н (ред. от 30.12.2021) Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 7 "Финансовые инструменты: раскрытие информации"» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://docs.cntd.ru/document/420334236

26. Перечень поручений по итогам встречи с ведущими российскими инвесторами, состоявшейся 11 марта 2020 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/63142

27. Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У (ред. от 20.04.2020) «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (Зарегистрировано в Минюсте России 15.11.2016 N 44339) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480/

Монографии, учебники, книги, учебные пособия

28. Бернстайн Л. А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер. с англ./ Научн. ред. перевода чл.-корр. РАН И. И. Елисеева. Гл. редактор серии проф. Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 624 с.

29. Бонэм М. Применение МСФО: (в 3 ч.) : пер. с англ. / М. Бонэм [и др.]. – 6-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс: Юнайтед Пресс, 2011.

30. Боровкова В.А. Основы теории финансов и кредита / В.А. Боровкова, С.В. Мурашова. – СПб.: Питер, 2004. – 176 с.

31. Бочаров В. В. Инвестиционный менеджмент / В.В. Бочаров. – СПб: Питер, 2000. – 160 с.

32. Брусов П.Н. Современные корпоративные финансы и инвестиции: монография / П. Н. Брусов, Т. В. Филатова, Н. П. Орехова. – 2-е изд., стер. – М.: КноРус, 2015. – 518 с.

33. Буренин А. Н. Управление портфелем ценных бумаг. – М.: Науч.-технич. общ-во им. акад. С. И. Вавилова, 2005. – 454 с.

34. Валинурова Л.С. Инвестирование: учебник для вузов / Л.С. Валинурова, О.Б. Казакова. – М.: Волтерс Клувер, 2010. – 448 с.

35. Вахрин П. И. Инвестиции: Учебник / П.И. Вахрин, А.С. Нешитой. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2005. – 380 с.

36. Вознесенская Н.Н. Правовое регулирование и защита иностранных инвестиций в России: монография / Н.Н. Вознесенская. – М.: Волтерс Клувер, 2011. – 312 с.

37. Гибсон Р. Формирование инвестиционного портфеля: Управление финансовыми рисками. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 274 с.

38. Грачева М.В. Риск-менеджмент инвестиционного проекта / М.В.Грачева, А.Б. Секерин А.Б., А.М. Афанасьев, С.Я. Бабаскин, И.М. Волков. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 544 с.

39. Евдокимова Л.А. Финансы, денежное обращение и кредит: учебное пособие / Л.А. Евдокимова. – М.: МГИУ, 2008. – 216 с.

40. Захарченко В.И. Экономическая безопасность бизнеса / В.И. Захарченко, Н.Н. Меркулов, Н.В. Халикян. – О.: Наука и техника, 2009. – 176 с.

41. Ивашковская И. В. Стратегический финансовый анализ: Инструменты. – М.: Бизнес Элайнмент, 2012.

42. Инвестиции: учебник для вузов / под ред. Л.И. Юзвович, С.А. Дегтярева, Е.Г. Князевой. – Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2016. – 543 с.

43. Инвестиции: учебник /Андрианов А.Ю, Валдайцев С.В., Воробьев П.В. [и др.]; отв. ред. В.В. Ковалев, В.В. Иванов, В.А. Лялин. - 2- е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2011. – 592 с.

44. Каширин А. И. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: учеб. пособие / А.И. Каширин, А.С. Семенов. – М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014. – 260 с.

45. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 768 с.

46. Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 т. Т 2 – 4 изд. перераб. и доп. под ред. В.Ф. Попондопуло. – М.: Проспект, 2010. – 608 с.

47. Коупленд Т., Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО. Олимп—Бизнес, 2005. – 576 с.

48. Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям, и финансовым рынкам. Свыше 10 000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 424 с.

49. Мэнкью Н. Г. Принципы экономикс / Н. Г. Мэнкью. – 2-е изд., сокращ. – СПб: Питер, 2003. – 496 с.

50. Некрасова И.В. Инвестиции: учебное пособие / И.В. Некрасова, В.А. Алешина, А.И. Зотова. – Ростов н/Д: Феникс, 2009. – 312 с.

51. Нечитайло А.И. Экономика предприятий (организаций): учебник / А.И Нечитайло, А.Е. Карлик. – М.: Проспект, КНОРУС, 2011. – 304 с.

52. Палий В. Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: Учебник. 3-е изд., испр. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 512 с.

53. Пахомов А. Экспорт прямых инвестиций из России: очерки теории и практики / А. Пахомов. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2012. – 368 с.

54. Поляк Г.Б. Финансовый менеджмент: учебник / Г.Б. Поляк, И.А. Акодис, Л.Д. Андросова / отв. ред. Г.Б. Поляк. – М. Волтерс Клувер, 2009. – 608 с.

55. Полякова С.И., Старовойтова Е.В., Соловьева О.В. Бухгалтерский учет: Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2004. – 391 с.

56. Попондопуло В.Ф. Коммерческое (предпринимательское) право: учебник / В.Ф. Попондопуло: в 2 т. Т. 2. – 4 изд. перераб. и доп. – М: Проспект, 2010. – 608 с.

57. Предпринимательское право России: учебник / Белых В.С., Берсункаев Г.Э., Виниченко С.И [и др.]; отв. ред. В.С. Белых. – М.: Проспект, 2010. – 656с.

58. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский,

Е. Б. Стародубцева. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 494с.

59. Ример М.И., Касатов А.Д., Матиенко Н.Н. Экономическая оценка инвестиций / М.И. Ример, А.Д. Касатов, Н.Н. Матиенко / Под общ. Ред. М. Римера. – СПб.: Питер, 2006. – 480 с.

60. Рогова Е.М. Венчурный менеджмент. Учебное пособие / Е.М. Рогова, Е.А. Ткаченко, Э.А. Фияксель. – М.: Издательский дом: Высшая Школа Экономики, 2011. – 500 с.

61. Родионов И. Венчурный капитал (учебное пособие) / И.И. Родионов. – М.: ГУ- ВШЭ, 2005. – с.56.

62. Российское предпринимательское право: учебник / Д.Г. Алексеева, Л.В. Андреева, В.К. Андреев [и др.]; отв. ред. И.В. Ершова, Г.Д Отнюкова. – М.: Проспект, 2011. – 1072 с.

63. Румянцев А.М. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / гл. ред. А. М. Румянцев. - М.: Сов. энцикл. Т.1: А-Индексы, 1972. – 560 с.

64. Сергеев И.В., Веретенникова И.И. Экономика организаций (предприятий) : учеб. / под ред. И.В. Сергеева. 3-е изд. перераб. и доп.. – М.: Проспект, 2010. – 560 с.

65. Соловьева О.В. Зарубежный финансовый учет и отчетность: (учебник) / О. В. Соловьева. – М.: Экономический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова, 2020. – 232 с.

66. Статистика: учебник / И.И. Елисеева и [и др.]; под ред. И.И. Елисеевой. – М.: Проспект, 2011. – 448 с.

67. Управленческий учет: Учебник / А.Д. Шеремет, О.Е. Николаева, С.И. Полякова и др.; Под ред. А.Д. Шеремета. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 429 с.

68. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика / С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи / Пер. с англ. со 2-го изд. — М.: Дело ЛТД, 1995. – 864 с.

69. Хачатуров Т.С. Эффективность капиталовложений / Т.С. Хачатуров. – М.: Экономика, 1979. – С. 45.

70. Царев В.В. Оценка экономической эффективности инвестиций / В.В. Царев. – СПб.: Питер, 2004. – 464 с.

71. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 1028 с.

72. Шеремет А.Д. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учебник / А.Д. Шеремет. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 367.

73. Шеремет А. Д., Хорин А. Н. Теория экономического анализа. – М.: Москва, 2019.

74. Adizes, I. Managing corporate lifecycles: how to get to and stay at the top. – The Adizes Institute Publishing. – 2004.

75. Akkaya, M. Startup Valuation: Theories, Models, and Future. In Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses. – IGI Global, 2020. – pp. 137-156. https://doi.org/10.4018/978-1-7998-1086-5.ch008

76. Ballesteros-Ruiz, M., Cardenas-del Castillo, F.F. Startup Capital // Innovation and Entrepreneurship: A New Mindset for Emerging Markets / Corrales-Estrada, M. (Ed.). – Emerald Publishing Limited, Bingley, 2019. – pp. 199-230.

77. Berk, J.B., DeMarzo, P.M. Corporate finance. – Harkow, United Kingdom, Pearson Education Limited, 2020.

78. Burton, M.D., Sørensen, J.B., Beckman, C.M. Coming from good stock: Career histories and new venture formation. In Social Structure and Organizations Revisited (Research in the Sociology of Organizations, Vol. 19). / Lounsbury M., Ventresca M.J. (Ed.). – Emerald Group Publishing Limited, Bingley, 2002. – pp. 229-262. https://doi.org/10.1016/S0733-558X(02)19007-0

79. Camp, J. Venture capital due diligence. – New York, Wiley, 2002. – pp. 129-167.

80. Choper, J., Coffee, J., Gilson, R. Cases and Materials on Corporations. – Aspen Publishers, 2008.

81. Cumming, D.J., Johan, S.A. Venture capital and private equity contracting. – Elsevier, Oxford, 2009.

82. Damodaran, A. Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance. – New Jersey, John Wiley & Sons, Hoboken, 2006.

83. Damodaran, A. Investment Valuation: Second Edition, 2002.

84. Damodaran, A. Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. – Stern School of Business, New York University, 2009.

85. Feldman, D. The entrepreneur's growth startup handbook: 7 Secrets to venture funding and successful growth. – New Jersey: Wiley & Sons, 2013.

86. Frei, P., Leleux, B. Valuating the Company. Starting a Business in the Life Sciences- from Idea to Market / In Luessen, H. editor. – Germany, Aulendorf: Cantor Verlag, 2003. – pp. 42-55.

87. Graham, B. The intelligent investor. – New York: HarperCollins World, 2003

88. Hahn, C. Die Start-up-Szene in Deutschland. Finanzierung und Besteuerung von Start-up-Unternehmen. – Springer Fachmedien, Wiesbaden, 2014.

89. Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. Financial Markets and Corporate Strategy. – 2nd European Edition ed., 2011.

90. Kimberly, J. R., Miles, R. H. The organizational life cycle. – San Francisco: Jossey-Bass, 1980.

91. Klandt, H. Gründungsmanagement: der integrierte Unternehmensplan: Business Plan als zentrales Instrument für die Gründungsplanung. – München Wien, 2006.

92. Klonowski, D. The venture capital investment process. – London: Palgrave Macmillan, 2010.

93. Metrick, A., Yasuda, A. Venture Capital and the Finance of Innovation. – John Wiley & Sons, 2011.

94. Parrino, R., Choosing the Right Valuation Approach // CFA Institute Conference Proceedings. – 2005. – No. 4. – pp. 15-28.

95. Payne, W. H. The Definitive Guide to Raising Money from Angels. – Bill, 2006. – 91 p.

96. Plummer, J. QED report on venture capital financial analysis. – Palo Alto, CA: QED Research, Inc, 1987.

97. Pratt, S.P. Business Valuation Discounts and Premiums. – New York: John Wiley & Sons, 2001.

98. Rbenman, E. Organization theory for long range planning. – London: Wiley, 1973.

99. Reinfeld, P. Start-up valuation. Solving the valuation puzzle of new business ventures, 2018. – p.103.

100. Ross, S., Westerfeld, R., Jaffe, J. Modern financial management. – New York: McGraw-Hill,

2007.

101. Schell, J. M. Private equity funds: Business structure and operations. – Law Journal Press, New York, 12th ed., 2016. – 1798 p.

102. Stowell D. Investment banks, hedge funds, and private equity: third edition. – London: Elsevie, 2018. – 732 p.

103. Stowe, J., Robinson, R., Pinto, T., McLeavey, D. Equity Asset Valuation. – John Wiley & Sons, Inc, 2002.

104. Visconti, R. M. The Valuation of Technological Startups // The Valuation of Digital Intangibles. – Palgrave Macmillan, Cham, 2020. – pp. 155-192. https://doi.org/10.1007/978-3-030-36918-7

105. Wright, M., Gilligan, J. Private Equity Demystified: An Expanatory Guide, Second Edition [Электронный ресурс]. – ICAEW Corporate Finance Faculty, March 2010. – 169 p. Режим доступа: https://psik.org.pl/images/publikacje-i-raporty---publikacje/Privateequity-Demystified.pdf

Статьи

106. Брюков В. Методика оценки управления инвестиционным портфелем // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 11 – с. 31–34.

107. Булатов А.С. Особенности капиталообразования в современной России // Деньги и кредит. – 2001. – № 7 – с. 34–48.

108. Дмитриева Е. В. Сущность и классификация инвестиций // Путеводитель предпринимателя. – 2013. – № 18 – с. 80–86.

109. Кропотов Л. Г. О видах и классификации договорных коммерческих инвестиций в объекты капитального строительства. // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. – № 1 – с. 41–55.

110. Макаров В.Л., Лугачев М.И. По волнам цифровизации // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. – 2019. – №6 – с. 3-8

111. Макушина Е.Ю. (а) Матрица выбора метода оценки стоимости портфельной компании на венчурных стадиях развития // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2022. – № 1. – с. 41-59.

112. Макушина Е.Ю. (б) Совершенствование организационно-правового обеспечения деятельности венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества, в Российской Федерации // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2022. – № 5. – с. 47–57.

113. Макушина Е.Ю. (в) Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. – 2022. – № 2. – с.143-159.

114. Макушина Е.Ю. (а) Выявление зависимости между финансовыми инструментами для структурирования венчурного раунда и инвестиционной стадией развития портфельной компании // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2021. – № 4 (23). – с. 163–179.

115. Макушина Е.Ю., Соловьева О.В. Подходы к классификации финансовых инвестиций // Аудит и финансовый анализ. – 2021. – № 5. – с. 37–41.

116. Макушина Е.Ю. (б) Оценка венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности // Финансы и бизнес. – 2021. – № 4 (17). – с. 32-47.

117. Макушина Е.Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. – 2016. – № 3 (39). – с. 83–99.

118. Макушина Е. Ю. Венчурное финансирование – путь к инновационной экономике в Российской Федерации // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – № 6. – с. 259–266.

119. Сошников И. В. Классификация инвестиций и формирование инвестиционного рынка в регионах // Региональная экономика: теория и практика. – 2007. – № 3 – с. 20-24.

120. Ульянова Н.В., Лугачев М.И., Скрипкин К.Г. Новые подходы к интерпретации баланса в цифровой экономике // Статистика и экономика. – 2020. – №3 (17). – с. 25-36.

121. Чая В.Т., Чичерена Е.Н. Сравнительная оценка принципов РСБУ и МСФО // Международный бухгалтерский учет. – 2009. – № 5 (125) – с. 29–38.

122. Шеремет А.Д., Соловьева О.В. Проблемы применения Международных стандартов финансовой отчетности: анализ международного опыта // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – № 1.

123. Шургин Д. И. Классификация инвестиций в реальные активы как основа организации их бухгалтерского учета // Инновационное развитие экономики. – 2015. – № 5 – с. 48-54.

124. Achleitner, A. K., Lutz, E. First-Chicago-Methode-Alternativer Ansatz zur Bewertung von innovativen Unternehmensgründungen bei Venture-Capital-Finanzierungen // Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis. – 2005. – Vol. 57. – No 4. – pp. 333-347.

125. Adizes, I. Organizational passages: Diagnosing and treating life cycle problems in organizations // Organizational dynamics. – 1979. – Vol. 8. – pp. 3-24.

126. Alvarez, S. A., Barney J. B. Discovery and creation: Alternative theories of entrepreneurial action // Strategic Entrepreneurship Journal. – 2007. – Vol. 1. – pp. 11–26. DOI: 10.1002/sej.4

127. Amit, R., Glosten, L., Muller, E. Challenges to theory development in entrepreneurship research // Journal of Management Studies. – 1993. – Vol. 30. – No 5. – pp. 815-834.

128. Amornsiripanitch N., Gompers P., Xuan Y. More than money: Venture capitalists on boards // Journal of Law, Economics, and Organization. – 2019. – Vol. 35. – No 3. – pp. 513-54.

129. Armstrong, C., Davila, A., Foster, G. Venture-backed Private Equity Valuation and Financial Statement Information // Review of Accounting Studies. – 2006. – Vol. 11. – pp. 119–154. https://doi.org/10.1007/s11142-006-6398-8

130. Babiarz, A. Metody wyceny projektów inwestycyjnych stosowane przez fundusze venture capital finansowane ze środków publicznych // Research papers of wrocław university of economics. – 2016. – Vol. 428. – pp. 11-28. https://doi.org/10.15611/pn.2016.428.01

131. Baker, M., Gompers, P. The determinants of board structure at the initial public offering // Journal of Law and Economics. – 2003. – Vol. 46. – No 2. – pp. 569-598.

132. Barber, B. M., Yasuda, A. Interim fund performance and fundraising in private equity // Journal of Financial Economics. – 2017. – Vol. 24. – pp. 172-194.

133. Barg J., Drobetz W., Momtaz P. Valuing start-up firms: A reverse-engineering approach for fair-value multiples from venture capital transactions // Finance Research Letters. – 2021. – Vol. 43. DOI:10.1016/j.frl.2021.102008

134. Bergemann, D., Hege, U. Venture capital financing, moral hazard, and learning // Journal of Banking & Finance. – 1998. – Vol. 22. – No 6-8. – pp. 703-735.

135. Bernardo, A., Momtaz P., Welch I. The discount for lack of marketability in private investments in public equity. – UCLA Anderson Working Paper. – 2021.

136. Bhagat, S. Why do venture capitalists use such high discount rates? // Journal of Risk Finance. – 2014. – Vol. 15. – No 1. – pp. 94-98. https://doi.org/10.1108/JRF-08-2013-0055

137. Bhide, A. Bootstrap finance: The art of start-ups // Harvard Business Review. - 1992. – Vol. 70. – No 6. – pp. 109-117.

138. Black, B.S., Gilson, R. J. Does venture capital require an active stock market? // Journal of Applied Corporate Finance. – 1999. – Vol. 11. – No 4. – pp. 36-48.

139. Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T. What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and evidence // Journal of Financial Intermediation. – 2009. – Vol. 18. – No 3. – pp. 559-598.

140. Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T. Who Are the Active Investors? Evidence from Venture Capital // Journal of Financial Economics. – 2008. – Vol. 89. – No 3. – pp. 488-512.

141. Bratton, W., Wachter, M. A Theory of Preferred Stock // Faculty Scholarship at Penn Law. – 2013.

142. Brown, G. W., Gredil, O. R., Kaplan, S. N. Do private equity funds manipulate reported returns? // Journal of Financial Economics. – 2018. – Vol. 132. – No 2. – pp. 267-297. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.011

143. Casamatta, C. Financing and advising: optimal financial contracts with venture capitalists // Journal of Finance. – 2003. – Vol. 58. – No 5. – pp. 2059–2086.

144. Chakraborty, I., Ewens, M. Managing performance signals through delay: Evidence from venture capital // Management Science. – 2018. – Vol. 64. – No 6. – pp. 2875-2900.

145. Chen J., Leung W.S., Goergen M. The impact of board gender composition on dividend payouts // Journal of Corporate Finance. – 2017. – Vol. 43. – pp. 86-105.

146. Cheng, C., Sun, Y., Su Y., Yang, S. Venture capital, innovation, and growth: evidence from Chinese metropolitan data // Applied Economics Letters. – 2019. – Vol. 26. – pp. 549-553.

147. Cheung J., Corrado C. Valuation and incentive effects of hurdle rate executive stock options // Review of Quantitative Finance and Accounting. – 2009. – Vol. 32. – No 3. – pp. 269–285. DOI:10.1007/s11156-008-0093-8

148. Choi, D. S., Sung, C. S., Park, J. Y. How Does Technology Startups Increase Innovative Performance? The Study of Technology Startups on Innovation Focusing on Employment Change in Korea // Sustainability. – 2020. – Vol. 12. – No 2. – p. 551. https://doi.org/10.3390/su12020551

149. Coad, A., Frankish, J., Roberts, R.G., Storey, D.J. Growth Paths and Survival Chances: An Application of Gambler's Ruin Theory // Journal of Business Venturing. – 2013. – Vol. 28. – No 5. – pp. 615-632. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2012.06.002

150. Cornelli, F., Yosha, O. Stage financing and the role of convertible debt // Review of Economic Studies. – 2003. – Vol. 70. – No 1. – pp. 1-32

151. Coyle J., Green J., Contractual Innovation in Venture Capital // Hastings Law Journal. – 2014. – vol. 66. – p. 133.

152. Cumming, D. Capital structure in venture finance // Journal of Corporate Finance. - 2005. - Vol. 11. – No 3. – pp. 550–585.

153. Cumming, D. J., Dai, N. Hedge fund regulation and misreported returns // European Financial Management. – 2010. – Vol. 16. – pp. 829-857.

154. Cumming, D. J., Grilli, L., Murtinu, S. Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis // Journal of Corporate Finance. – 2017. – Vol. 42. – pp. 439-459.

155. Cumming, D. J., Walz, U. Private equity returns and disclosure around the world // Journal of International Business Studies. – 2010. – Vol. 41. – pp. 727–754.

156. Da Rin, M., Penas, M.F. Venture Capital and Innovation Strategies // Industrial and Corporate Change. – 2017. – Vol. 26. – No 5. – pp. 781 -800. https://doi.org/10.1093/icc/dtw052

157. Da ́vila, A., Foster, G., Oyon, D. Accounting and control, entrepreneurship and innovation: venturing into new research opportunities // European Accounting Review. – 2009. – Vol. 18. – No 2. – pp. 281-311.

158. Darian, M. I., The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors // Vanderbilt Law Review. – 2008. – Vol. 61. – No 5. – pp. 1441-1442.

159. De Oliveira, F. B., Zotes, L. P. Valuation methodologies for business startups: A bibliographical study and survey // Brazilian Journal of Operations & Production Management. – 2018. – Vol. 15. – No 1. – pp. 96-111. DOI:10.14488/BJOPM.2018.v15.n1.a9

160. Dehghan-Eshratabad, M., Albadvi, A. Applying real option approach for startup valuation by venture capitalists in first round of financing // Management Research in Iran. – 2018. – Vol. 22. – No 3. – pp. 21-27.

161. Dickinson, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle // The Accounting Review. - 2011. – Vol. 86. – No 6. – pp. 1969-1994. DOI:10.2139/ssrn.1268509

162. Divakaran S., McGinnis P., Masood S. Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance // The World Bank. Capital Markets Practice. – 2014.

163. Dusatkova, M. S., Zinecker, M. Valuing start-ups – selected approaches and their modification based on external factors // Business: Theory and Practice. – 2016. – Vol. 17. – No 4. -– pp. 335-344. https://doi.org/10.3846/btp.17.11129

164. Ewens, M., Farre-Mensa, J. The deregulation of the private equity markets and the decline in IPOs // Review of Financial Studies. – 2020. – Vol. 33. – No 12. – pp. 5463-5509. https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa053

165. Fernández, P. Company valuation methods. The most common errors in valuations // IESE Business School. Working paper No 449. – 2007. https://doi.org/10.2139/ssrn.1025424

166. Festela, G., Wuermseherb, M., Cattaneoc M. Valuation of Early-Stage High-tech Start-up Companies // International Journal of Business. – 2013. – Vol. 18. – No 3. – pp. 216-231.

167. Fisch, C., Momtaz, P.P. Institutional investors and post-ICO performance: An empirical analysis of investor returns in initial coin offerings (ICOs) // Journal of Corporate Finance. – 2020. – Vol. 64 (101679). https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101679

168. Fleischer, V. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds // New York University Law Review. – 2008. – Vol.83. – No 1. – 55 p.

169. Fried J., Ganor M. Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups // New York University Law Review. – 2006. – Vol. 81. – pp. 967-1025.

170. Garnsey, E., Stam, E., Heffernan, P. New Firm Growth: Exploring Processes and Paths // Industry and Innovation. – 2006. – Vol. 13. – pp. 1-20. https://doi.org/10.1080/13662710500513367

171. Goldman, M. Valuation of startup and early-stage companies // A Profissional Development Journal for the Consulting Disciplines [Электронный ресурс]. – 2008. – pp. 8-16. – Режим доступа: http://www.michaelgoldman.com/Publications/Goldman%20Valuation%20of%20Start-ups.pdf

172. Gompers, P. The Rise and Fall of Venture Capital // Business and Economic History. – 1994. – Vol. 23. – No 2. – pp. 1-24.

173. Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S., Strebulaev, I. How Do Venture Capitalists Make Decisions? // Journal of Financial Economics. – 2020. – Vol. 135. – No 1. – pp. 169-190.

174. Gorman, M., Sahlman, W. What do Venture Capitalists Do? // Journal of Business Venturing. – 1989. – Vol. 4. – No 2. – pp. 231-248.

175. Gornall, W., Strebulaev, I. The economic impact of venture capital: Evidence from public companies. – Working Paper No. 3362, Stanford University. – 2015.

176. Halt, G. B., Donch, J. C., Stiles, A. R., Fesnak, R. Valuing Startup Companies // Intellectual Property and Financing Strategies for Technology Startups. – 2017. – pp. 205-218. https://doi.org/10.1007/978-3-319-49217-9_16

177. Hand, J. The value relevance of financial statements in the venture capital market // The Accounting Review. – 2005. – Vol. 80. – pp. 613-648.

178. Hannan, M., Freeman, J. Structural inertia and organizational change // American Sociological Review. – 1984. – Vol. 49. – No. 2. – pp. 149-164.

179. Hansmann H, Kraakman R., Squire R. Law and the Rise of the Firm. // Harvard Law Review. – 2006. – Vol. 119. – No 5. – pp. 1339-1340.

180. Hellman, T., Puri, M. Venture capital and the professionalization of startup companies: Empirical evidence // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57. – pp. 169-197.

181. Hellmann, T. IPOs, Acquisitions and the use of convertible securities in venture capital // Journal of Financial Economics. – 2006. – Vol. 81. – No 3. – pp. 649–679.

182. Hoseini, S. A., Esfanjani, M. H. Designing a Valuation Model for Petroleum Startups // International Journal of Finance & Managerial Accounting [Электронный ресурс]. – 2019. – Vol. 3. – No 12. – pp. 95-107. – Режим доступа: http://ijfma.srbiau.ac.ir/article_14029.html

183. Hsu, D.H. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? // The Journal of Finance. – 2004. – Vol. 59. – No. 4. – pp. 1805-1844. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00680.x

184. Hüther, N., Robinson, D. T., Sievers, S., Hartmann-Wendels T. Paying for Performance in Private Equity: Evidence from Venture Capital Partnerships // Management Science. – 2019. – Vol. 66. – No 4. – pp. 1756-1782. https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3274

185. Isaksson, A. Studies on the venture capital process // Handelshögskolan vid Umeå universitet. – 2006.

186. Ivashchenko, N., Kamyshansky V., Shakhova M., Govorova A., Sepiashvili E. Innovative entrepreneurship: Russian and international development features // Amazonia Investiga. –

2019. – Vol. 8 (23). – pp. 37-42

187. Jelic, R., Zhou, D., Ahmad, W. Do Stressed PE Firms Misbehave? // Journal of Corporate Finance. – 2021. – Vol. 66. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101798

188. Jenkinson, T., Sousa, M., Stucke, R. How fair are the valuations of private equity funds? // SSRN Electronic Journal. – 2013. DOI:10.2139/ssrn.2229547

189. Johan, S., Zhang, M. Information asymmetries in private equity: Reporting frequency, endowments, and governance // Journal of Business Ethics. – 2020. – Vol. 174. – pp. 199-220. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2229547

190. Kaplan, S. N., Stromberg, P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts // Review of Economic Studies. – 2003. – Vol. 70. – pp. 281-315.

191. Kaplan, S.N., Lerner, J. It ain't broke: the past, present, and future of venture capital // Journal of Applied Corporate Finance. – 2010. –Vol. 22. – No. 2. – pp. 36-47.

192. Kaminski, J., Hopp, C., Tykvová, T. New technology assessment in entrepreneurial financing– Does crowdfunding predict venture capital investments? // Technological Forecasting and Social Change. – 2019. – Vol. 139. – pp. 287–302.

193. Kazanjian R. K. Relation of Dominant Problems to Stages of Growth in Technology-Based New Ventures // Academy of Management Journal. – 1988. – Vol. 31. – No. 2. – pp. 257–279.

194. Kirsch, D., Goldfarb, B., Gera, A. Form or substance: The role of business plans in venture capital decision making // Strategic Management Journal. – 2009. – Vol. 30. – No 5. – pp. 487–515.

195. Knaup, A., Piazza, M. Business Employment Dynamics Data: Survival and Longevity // Monthly Labor Review. – 2007. – Vol. 130. – No 9. – pp. 3-10.

196. Koeplin, J., Sarin A., Shapiro A. The Private Company Discount // Journal of Applied Corporate Finance. – 2000. – Vol. 12. – No 4. – pp. 94-101.

197. Köhn, A. The determinants of startup valuation in the venture capital context: a systematic review and avenues for future research // Management Review Quarterly. – 2018. – Vol. 68. – No. 1. – pp. 3-36.

198. Korteweg, A., Sorensen, M. Skill and luck in private equity performance // Journal of Financial Economics. – 2017. – Vol. 124. – pp. 535-562.

199. Kuckertz, A., Hinderer, S., Röhm, P. Entrepreneurship and entrepreneurial opportunities in the food value chain // Science of Food. – 2019. – Vol. 3. – No 1. – pp. 1–5.

200. Laitinen, E.K. Discounted Cash Flow (DCF) as a Measure of Startup Financial Success // Theoretical Economics Letters. – 2019. – Vol. 9. – No 8. – pp. 2997-3020. https://doi.org/10.4236/tel.2019.98185

201. Laitinen, E.K. Profitability Ratios in the Early Stages of a Startup // The Journal of Entrepreneurial Finance. – 2017. – Vol. 19. – No 2. – pp. 1-28.

202. Lerner, J. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms // Journal of Finance. – 1995. – Vol. 50. – No 1. – pp. 301-18.

203. Lerner, J., Nanda, R. Venture capital's role in financing innovation: what we know and how much we still need to learn // Journal of economic perspectives. – 2020. –Vol. 34. – No. 3. – pp. 237-261.

204. Linter J., Sorensen M., Stromberg P. Private equity and long-run investment: the case of innovation // The Journal of Finance. – 2011. – Vol 6. – No 2. – pp. 445-477

205. Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., De Waele, K. Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study // Entrepreneurship: Theory and Practice. – 1997. – Vol. 21. – No 4. – pp. 29-44.

206. Marrs, N., Hellebusch, L., Das, K. Variations in Structuring ''Whole Fund'' and ''Deal by Deal'' Carried Interest or Promote in Real Estate Funds and Joint Ventures // The Real Estate Finance Journal [Электронный ресурс]. – 2009. – Vol. 24. – No 4. – pp. 5-15. – Режим доступа:https://www.kirkland.com/siteFiles/Publications/8D341009F2A6FCFEC975F8DC5B655D5B.pdf

207. Martins, A. The valuation of privately held firms and litigation: A case study // International Journal of Law and Management. – 2011. – Vol. 53. – No 3. – pp. 207-220.

208. Mason, C., Harrison, R. Influences on the supply of informal venture capital in the UK: An exploratory study of investor attitudes // International Small Business Journal. – 2000. – Vol. 18. – No 4. – pp. 11-28.

209. McCahery, J. A., Vermeulen, E. Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting // European Business Organization Law Review. – 2014. – Vol. 15. – No 2. – pp. 235-266. doi:10.1017/S1566752914001116

210. McKeivey, B., Aldricb, H. Populations, natural selection, and applied organizational science // Administrative Science Quarterly. – 1983. – Vol. 28. – No 1. – pp. 101-128.

211. Metrick, A., Yasuda, A. Economics of private equity funds // The Review of Financial Studies. – 2010. - Vol. 23. – No 6. – pp. 2303-2341. DOI:10.1093/RFS/HHQ020

212. Miloud, T., Aspelund, A., Cabrol, M. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study // Venture Capital. – 2012. – Vol. 14. – No. 2-3. – pp. 151–174.

213. Momtaz, P.P. CEO emotions and firm valuation in initial coin offerings: An artificial emotional intelligence approach // Strategic Management Journal. – 2021. - Vol. 42. – No 3. – pp. 558-578.

214. Montani, D., Gervasio, D., Pulcini, A. Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends // International Business Research. – 2020. – Vol. 13. – No 9. – pp. 31 - 45. doi:10.5539/ibr.v13n9p31

215. Najar, D. Private equity managers' fees: estimation and sensitivity analysis using Monte Carlo simulation // Review of Quantitative Finance and Accounting. – 2017. –Vol. 48. – No 1. – pp. 239-263. DOI: 10.1007/s11156-015-0549-6

216. Nebb, S., Larsen, D. Fair value, who cares? And why they should! // Venture Capital Review. – 2011. – Vol. 27. – pp. 15-22.

217. Nigro, C.A., Stahl, J.R. Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections // European Business Organization Law Review. – 2021. – Vol. 22. – pp. 39-86. https://doi.org/10.1007/s40804-020-00196-7

218. Payne, B. (b) Scorecard Valuation Methodology. Establishing the Valuation of Pre-Revenue, Startup Companies. – 2011.

219. Pepis, S., Evans, J., de Jong, P. The Valuation of Startups in New Markets: an Applied Case in Asteroid Mining // International Journal of Business and Social Science. – 2018. – Vol. 9. – No 4. – pp. 10-16. DOI:10.30845/ijbss.v9n4p2

220. Petersen, C., Plenborg, T. The implementation and application of firm valuation models // The Journal of Applied Business Research. – 2009. – Vol. 25. – No 1. – pp. 1-12.

221. Phalippou, L., Rauch, C., Umber, M. Private equity portfolio company fees // Journal of Financial Economics. – 2018. – Vol. 129. – No 3. – pp. 559-585

222. Pollman, E. Information Issues on Wall Street 2.0. // University of Pennsylvania Law Review. – 2012. – Vol. 161. – No. 1. – pp. 179-241.

223. Polsky, G. D., Hellwig, B. J. Examining the Tax Advantage of Founders' Stock // Iowa Law Review, UNC Legal Studies Research Paper No. 1997179. – 2012.

224. Puri, M., Zarutskie, R. On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non- venture-capital-financed firms // Journal of Finance. – 2012. – Vol. 67. – No 6. – pp. 2247-2293.

225. Reis, P., Augusto, M. The terminal value (TV) performing in firm valuation: The gap of literature and research agenda // Journal of Modern Accounting and Auditing. – 2013. – Vol. 9. – No 12. – pp. 1622-1636. URL: http://hdl.handle.net/10400.19/3621

226. Reverte, C., Sánchez-Hernández, M. D. M., Rojo-Ramírez, A. The profile of venture capital investments: the European context // International Journal of Business and Globalisation. – 2016. – Vol. 17. – No 1. – pp. 83-110. https://doi.org/10.1504/IJBG.2016.077568

227. Robinson, D. T., Sensoy, B. A. Cyclicality, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity // Journal of Financial Economics. – 2016. – Vol. 122. – pp. 521-543.

228. Robinson, D. T., Sensoy, B. A. Do private equity fund managers earn their fees? compensation, ownership, and cash flow performance // The Review of Financial Studies. – 2013. – Vol. 26. – pp. 2760-2797.

229. Sahlman, W. A., Scherlis, D.R. A Method For Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The "Venture Capital Method" // Harvard Business School. Background Note 288-006. – 1989. – pp. 52.

230. Sammut, S.M. Valuation Methods in Early-Stage Biotechnology Enterprises: The "Venture Capital Method" at Work // Journal of Commercial Biotechnology. – 2012. – Vol. 18. – No 2. – pp. 78-82. https://doi.org/10.5912/jcb494

231. Scherlis, D. R., Sahlman, W. A. A Method for Valuing High-risk, Long-term Investments: The "Venture Capital Method"// Harvard Business School Background Note 288-006. – 1989.

232. Schmidt, K. Convertible securities and venture capital finance // The Journal of Finance. – 2003. – Vol. 58. – No. 3. – pp. 1139-1166.

233. Schwienbacher, A. Venture capital investment practices in Europe and the United States. Financial Markets and Portfolio Management. – 2008. – Vol. 22. – pp. 195-217. DOI: 10.1007/s11408-008-0080-z

234. Sievers, S., Christopher, F. M., Keienburg, G. The Relevance of Financial versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms // European Accounting Review. – 2013. - Vol. 22. - No 3. - pp. 467-511. DOI: 10.1080/09638180.2012.741051

235. Steffens, P., Douglas, E. Valuing technology investments: use real options thinking but forget real options valuation // International Journal of Techno entrepreneurship. - 2007. – Vol. 1. – No 1. – pp. 58-77. https://doi.org/10.1504/IJTE.2007.013270

236. Tourani-Rad, A., England, B. Characteristics of venture capital firms and investment appraisals: Australian evidence // Journal of Entrepreneurial Finance [Электронный ресурс]. –2003. – Vol.

8. – No 2. – pp. 71-85. – Режим доступа: https://digitalcommons.pepperdine.edu/jef/vol8/iss2/6

237. Tyebjee, T. T., Bruno A. V. A model of venture capitalist investment activity // Management Science. – 1984. – Vol. 30. – No 9. – pp. 1051-1066.

238. Van de Schootbrugge, E., Wong, K. M. Multi-Stage Valuation for Start-Up High Tech Projects and Companies // Journal of Accounting & Finance. – 2013. – Vol. 13. – No. 2. – pp. 45-56.

239. Waldron, D., Hubbard, C. Valuation methods and estimates in relationship to investing versus consulting // Entrepreneurship: Theory and Practice. – 1991. – Vol. 16. – No 1. – pp. 43-52.

240. Wessendorf, C.P., Hammes, C. Methods and Criteria affecting Early-Stage Venture Valuation // Karlsruher Institute of Technology. – 2018.

241. Wessendorf, C.P., Kegelmann, J., Terzidis, O. Determinants of early-stage technology venture valuation by business angels and venture capitalists // International Journal of Entrepreneurial Venturing. - 2019. – Vol.11. – No. 5. – pp. 489-520.

242. Witt, P., Brachtendorf, G. Staged financing of start-ups // Financial Markets and Portfolio Management. – 2006. – Vol. 20. – No 2. – pp. 185-203. DOI: 10.1007/s11408-006-0014-6

243. Wright, M., Robbie, K. Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information // Accounting and Business Research. – 1996. – Vol. 26. – No 2. – pp. 153-168. https://doi.org/10.1080/00014788.1996.9729506

244. Zacharakis, A. L., Meyer G. D. Do venture capitalists really understand their own decision process? A special judgement theory perspective // Journal of Business Venturing. – 1998. – Vol. 13. – No 1. – pp. 57–76.

245. Zheng, Y., Liu, J., George, G. The dynamic impact of innovative capability and inter- firm network on firm valuation: a longitudinal study of biotechnology start-ups // Journal of Business Venturing 2010. – Vol. 25. – No. 6. – pp. 593-609. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.02.001

246. Zider, R. How venture capital works // Harvard Business Review. – 1998. – Vol. 76. – No 6. – pp. 131-139.

247. Zott, C., Huy Q. N. How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources // Administrative Science Quarterly. – 2007. – Vol. 52. – No 1. – pp.70-105. DOI:10.2189/asqu.52.1.70

Прочие источники

248. Анализ механизмов венчурного и прямого инвестирования, осуществляемого с использованием средств федерального бюджета: отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия / Счетная палата Российской Федерации; аудитор Зайцев Д.А. – 2020. – 40 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://ach.gov.ru/upload/iblock/a29/a298f3e07b401a8d60e4e4afdd1671b7.pdf

249. Банк России. Доклад для общественных консультаций «Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг» [Электронный ресурс]. – 2020. – Режим доступа: https://www.cbr.ru/analytics/d_ok/Consultation_Paper_200811/

250. МСФО: точка зрения КПМГ. Практическое руководство по Международным стандартам финансовой отчетности. 2019/2020: в 4 ч./ Пер. с англ. – 16-е изд. – М.:ИПЦ "Маска", 2020

251. РАВИ, РВК. Методология сбора и анализа основных параметров деятельности

российских фондов прямых и венчурных инвестиций [Электронный ресурс]. – 2017. – 30 с. Режим доступа http://www.rvca.ru/upload/files/lib/methodology-of-data-collection-and-analysis.pdf

252. РВК, EY (СНГ). Методические рекомендации о возможностях и перспективах использования институтов залога и займа венчурными фондами в России с учетом лучших мировых практик [Электронный ресурс]. — 2016. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/6e1/RVC_direktiv_zalog_zaim.pdf

253. РВК (а). Методика осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «РВК» / Кулешов, Курюмов, Лафер, Лобжанидзе, Милосердова–Стожарова, Савинов, Утенов. Под ред. Басова А. Н. [Электронный ресурс]. – Москва. – 2019. – 151 с. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/c12/RVC_method_of_valuation_of_assets.pdf

254. РВК. Особенности правового регулирования и проблемы адаптации инвестиционного товарищества как модели для ведения совместной деятельности [Электронный ресурс]. – 2017. – 52 с. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/98f/RVC_Features_of_legal_regulation.pdf

255. РВК (б). Стратегия развития рынка венчурных и прямых инвестиций в Российской Федерации на период до 2025 года и дальнейшую перспективу до 2030 года [Электронный ресурс]. – 2019. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/898/VC_Market_Development_Strategy_2019.pdf

256. Achimská, V. Start-ups, bearers of innovation in globalizing environment and their valuation // SHS Web of Conferences [Электронный ресурс]. – 2020. – Vol. 74. – No 01001. – Режим доступа: https://doi.org/10.1051/shsconf/20207401001

257. AICPA. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies. Accounting and Valuation Guide. Working Draft. – 2018. – p. 298.

258. Annual Report 2020: The Voice of Private Capital, Invest Europe [Электронный ресурс]. – 2020. – Режим доступа: https://www.investeurope.eu/research/performance-data/

259. Appelbaum E., Batt R. Fees, Fees and More Fees: How Private Equity Abuses Its Limited Partners and U.S. Taxpayers // CEPR Reports and Issue Briefs [Электронный ресурс]. – 2016. – Режим доступа: https://cepr.net/images/stories/reports/private-equity-fees-2016-05.pdf?__cf_chl_jschl_tk__=pmd_37QSMbFOFaxQaQwkQOA_3oPLjBCXS.xN_jyz5UG1kYA-1634561487-0-gqNtZGzNAnujcnBszQjR

260. Augusiak-Boro, A., Klinchuch, C., Zhan, A. Startup valuation guide. Equityzen presentation [Электронный ресурс]. – 2018. – Режим доступа: https://hangar8capital.com/wp-content/uploads/2019/01/Research-Report.pdf

261. Bance, A. Why and how to invest in private equity: an EVCA special paper Brussels: European Private Equity and venture Capital Association. 2004.

262. Bellucci, A., Gucciardi, G., Nepelski, D. Venture Capital in Europe. Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture capital-backed firms. – Publications Office of the European Union, Luxembourg. – 2021

263. Berkus, D. After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation. Berkonomics [Электронный ресурс]. – 2016. – Режим доступа: https://berkonomics.com/?p=2752

264. Berkus, D. The Berkus Method–Valuing the Early-Stage Investment. Berkonomics [Электронный ресурс]. – 2012. – Режим доступа: https://berkonomics.com/?p=1214

265. BVCA. Limited Partnership Agreement. Explanatory Notes [Электронный ресурс]. – 2002. – 27 p. – Режим доступа: https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/LPAgreement.pdf

266. BVCA. A Guide to Private Equity [Электронный ресурс]. – 2010. – 56 p. – Режим доступа: https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf

267. Craig, E. R. Private Capital Markets Report // Pepperdine Graziadio Business School [Электронный ресурс]. – 2020. – Режим доступа: https://bschool.pepperdine.edu/institutes-centers/centers/applied-research/content/2020-ppcmp-report.pdf

268. Deloitte. IFRS/ US GAAP/ Luxembourg GAAP: a comparison for investment funds [Электронный ресурс]. – 2020. – 58 p. – Режим доступа: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/audit/lu-comparison-investment-funds.pdf

269. Global Investment Performance Standards (GIPS®). CFA Institute [Электронный ресурс]. – 2012. – Режим доступа: https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/code/gips/gips-handbook-3rd-edition.ashx

270. Gvetadze, S., Pal, K., Torfs, W. The business angel portfolio under the European Angels Fund: An empirical analysis. – EIF Working Paper Series. – No. 2020/62. – European Investment Fund, Luxembourg. – 2020

271. ILPA. Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners [Электронный ресурс]. – 2019. – 44 p. – Режим доступа: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf

272. ILPA (a). The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Deal-by-Deal Waterfall). Term Sheet Summary of the Model LPA [Электронный ресурс]. – 2020. – Режим доступа: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/07/ILPA-Model-LPA-Term-Sheet-DBD-Version.pdf

273. ILPA (б). The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Whole of Fund Version). Term Sheet Summary of the Model LPA (Электронный ресурс. – 2020. – 15 p. – Режим доступа: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/07/ILPA-Model-LPA-Term-Sheet-WOF-Version.pdf

274. Invest Europe. Central and Eastern Europe Statistics 2018 [Электронный ресурс]. – June 2019. – Режим доступа: https://investeurope.eu/media/2630/ie_cee_report_2018_final.pdf

275. Invest Europe. Investor Reporting Guidelines [Электронный ресурс]. – 2018. – 37 p. – Режим доступа: https://www.investeurope.eu/media/2634/ie-investor-reporting-guidelines.pdf

276. IPEV. International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines [Электронный ресурс]. – 2012. – 30 p. – Режим доступа: https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/ipev_reporting_guidelines_ed_october_2012.pdf

277. IPEV. International Private Equity and Venture Valuation Guidelines [Электронный ресурс]. – 2018. – p. 70 – Режим доступа: http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf?ver=2018-12-21-085233-863&timestamp=1545382360113

278. IRE Council. Auditing Carried Interest in the Accounts of Alternative Investments Structures. –

2020. – p. 7

279. IVSC. International Valuation Standards [Электронный ресурс]. – 2020. – 138 p. – Режим доступа: https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/international-valuation-standards-rics2.pdf

280. Kollmann, T., Stöckmann, C., Hensellek, S., Kensbock, J. European startup monitor. Universität Duisburg-Essen Lehrstuhl für E-Business. – 2016

281. KPMG. Guide to Annual Financial Statements – Illustrative Disclosure for Investment Funds [Электронный ресурс]. – 2015. – 86 p. – Режим доступа: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/Guide-to-annual-financial-statements-Illustrative-disclosures-for-investment-funds-O-201512.pdf

282. Krishna, A., Agrawal, A., Choudhary, A. Predicting the outcome of startups: less failure, more success // 2016 IEEE 16th International Conference on Data Mining Workshops. – 12-15 Dec. 2016 – Barcelona, Spain: IEEE, 2016. – 798-805, https://doi.org/10.1109/ICDMW.2016.0118

283. National Venture Capital Association (NVCA) Yearbook 2013, Prepared by Thomson Reuters. – 2013.

284. National Venture Capital Association (NVCA) Yearbook 2017, Prepared by Thomson Reuters. – 2017.

285. Nepelski, D., Piroli, G., De Prato, G. European Start-up Hotspots: Analysis of venture capital financing in Europe. – JRC101215, Publications Office of the European Union, Luxembourg. – 2016

286. OECD, Government Venture Capital for Technology-Based Firms [Электронный ресурс]. – 1997. – 34 p. – Режим доступа: https://www.oecd.org/sti/inno/2093654.pdf

287. Payne, B. (a) Valuations 101: The Venture Capital Method [Электронный ресурс]. – 2011. – Режим доступа: https://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-venture-capital-method/

288. Polsky, G. The Untold Story of Sun Capital: Disguised Dividends, 143 TAX NOTES 556, 558. – 2014.

289. Project: Fair value. Paper Topic: Unit of account. – IASB Meeting. – 18-22 March 2013.

290. PwC. Illustrative IFRS Financial statements 2019 – Private Equity Funds, 2019. – 73 p.

291. SEC. Exemptions for advisers to venture capital funds, private fund advisers with less than $150 million in assets under management, and foreign private advisers [Электронный ресурс]. – 2011. – Режим доступа: https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3222.pdf

292. The 2Q 2020 PitchBook-NVCA Venture Monitor [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://pitchbook.com/news/reports/q2-2020-pitchbook-nvca-venture-monitor

293. The 3Q 2019 PitchBook Analyst Note: The Emergence of Pre-Seed [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://pitchbook.com/news/reports/3q-2019-pitchbook-analyst-note-the-emergence-of-pre-seed

294. The 4Q 2018 PitchBook-NVCA Venture Monitor [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://pitchbook.com/news/reports/4q-2018-pitchbook-nvca-venture-monitor

295. The 4Q 2019 PitchBook-NVCA Venture Monitor [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://pitchbook.com/news/reports/q4-2019-pitchbook-nvca-venture-monitor

Диссертации

296. Николаев В. А. Венчурное финансирование предприятия и пути его совершенствования: дисс. ...канд. э.к. наук: 08.00.10/ Николаев Виктор Андреевич. – М., 2007. – 156 с.

297. Угнич Е.А. Венчурный капитал как источник финансирования инновационного процесса: дисс. ...канд. э.к. наук: 08.00.01/ Угнич Екатерина Александровна. – М., 2008. – 214 с.

298. Янковский Р.М. Правовое регулирование венчурного инвестирования: дисс. ... канд. юрид. наук: 12.00.03/ Янковский Роман Михайлович. – М., 2018. – 227 с.

ПРИЛОЖЕНИЕ А[80]

Подходы к определению инвестиций и их классификации

Инвестиционную деятельность регулирует Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», в котором под инвестициями понимают: «денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта» (ст. 1, № 39-ФЗ).

В указанном выше Федеральном законе раскрываются объекты вложения, представляющие совокупность ресурсов, в которой представлены, как средства инвестирования (деньги, имущество), так и реализованные инвестиции (ценные бумаги). Из возможных видов инвестиций выделена только одна группа – капитальные вложения, которые представляют собой «инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты» (ст. 1, № 39-ФЗ).

Проанализировав информацию, представленную в Федеральном законе № 39-ФЗ, представляется важным отметить, что, во-первых, отсутствует определение инвестиций, а раскрываются только виды экономических ресурсов, которые могут быть вложены; во-вторых, из состава инвестиций выделена только группа капитальных вложений, что существенным образом сужает возможный спектр вложений.

На наш взгляд, под инвестициями в широком смысле можно понимать, с одной стороны, процесс вложения, а, с другой – совокупность инвестированных средств. В экономической литературе распространены термины «финансовые вложении», «инвестиции», «портфельные инвестиции», «реальные инвестиции», однако при этом нет единого общего подхода к определению и классификации. С целью уточнения термина «инвестиции» были проанализированы труды российских и зарубежных ученых, на

---

[80] Данное приложение написано на основании отдельных положений работы автора:
Макушина Е.Ю., Соловьева О.В. Подходы к классификации финансовых инвестиций // Аудит и финансовый анализ. – 2021. – № 5. – с. 37-41.

основании проведенного анализа были выделены пять подходов к определению.

Первый подход заключается в отождествлении инвестиций и капитальных вложений

Данный подход был характерен для учетной практики советского периода. Экономисты отождествляли инвестиции с капиталовложениями, которые трактовались как затраты на воспроизводство основных фондов, их увеличение и совершенствование (Хачатуров, 1979; Румянцев, 1972). Под капиталовложениями понимали вложения в основные фонды, то есть объекты, имеющие материально-вещественную форму и носящие длительный характер использования (Некрасова, 2009, с.66).

Такой подход является наиболее узким так, как объектами инвестирования в условиях современной рыночной экономики могут выступать не только объекты, имеющие материально-вещественную форму, но средства, не имеющие материально-вещественной формы, например, ценные бумаги, нематериальные активы. Следовательно, капитальные вложения могут рассматриваться только как один из объектов инвестирования.

Второй подход к определению инвестиций состоит в том, что инвестиции трактуются исключительно как долгосрочное вложение капитала.

Экономисты (Вахрин, Нешиутой, 2005; Райзберг, 2006; Поляк 2009; Евдокимова, 2008; Царев 2004) утверждают, что инвестиции – это долгосрочные вложения капитала в собственной стране или за рубежом в различные отрасли, предпринимательские проекты, социально-экономические программы, инновационные проекты в целях получения дохода или достижения иного полезного эффекта.

Существуют отдельные формы инвестиций, которые носят исключительно долговременный характер. Однако, для определения инвестиций в широком смысле не следует опираться исключительно на долгосрочный характер инвестирования так, как, например, для исполнения приказа на покупку ценных бумаг на бирже требуется меньше одной торговой сессии.

Третий подход рассматривает инвестиции как процесс отказа от потребления благ в настоящий момент с целью удовлетворения потребностей в последующие периоды

Данную точку зрения разделяют некоторые экономисты (Андрианова, Валдайцева, Воробьева, 2011; Шарп, 1999; Фишер, Дорнбуш, Шмалензи, 1995; Бочаров, 2000). Такой подход к определению инвестиций не раскрывает, во-первых, наличие риска при осуществлении инвестиционной деятельности, во-вторых, того факта, что для

обеспечения будущего потребления, инвестиции должны приносить достаточный прирост капитала.

Четвертый подход обусловлен тем, что ключевой характеристикой инвестиций считается прирост капитала.

Часть исследователей склоняется к точке зрения, что инвестиции представляют собой вложения капитала с целю его последующего увеличения или достижения иного положительного эффекта (Ример, Касатов, Матиенко, 2006; Валинурова, Казакова, 2010).

На наш взгляд, в определении инвестиций должен быть отражен тот факт, что процесс инвестирования сопряжен с риском, и существует вероятность не только не получить возврат произведенных вложений, но потерять вложенные ресурсы.

Пятый подход к определению инвестиций заключается в том, что инвестиции отождествляют с затратами.

Ученые-экономисты (Мэнкью, 2003; Ковалев, 2001) определяли инвестиции как затраты на приобретение долгосрочных активов, имеющих материально-физическую форму.

Итак, выше систематизированы и проанализированы определения инвестиций, представленные в экономической литературе, на основании которых были предложены пять подходов к определению инвестиций, которые, безусловно, не являются исчерпывающими, что еще раз подтверждает тот факт, что инвестиции – это сложное и неоднозначно трактуемое понятие.

Изложенное позволяет выявить черты, которые определяют инвестиции: во-первых, для осуществления инвестиций необходимо отказаться от использования ресурсов в текущее время; во-вторых, процесс инвестирования всегда протекает в условиях неопределенности и риска; в-третьих, инвестор требует компенсации за риск возможных потерь, что обусловливает цель инвестирования – получение экономических выгод.

На основании проведенного исследования уточним определение инвестиций в широком смысле:

инвестиции – это вложение ресурсов с целью получения экономических выгод и (или) достижения иного полезного эффекта в будущем, которые должны быть достаточными, чтобы компенсировать риск возможных потерь.

Классификация инвестиций по объектам вложения

Первый подход. Инвестиции по объектам вложения делятся на финансовые и реальные.

Данную точку зрения разделяют многие экономисты (Шарп, 1999; Ковалев, 2001; Царев, 2004; Поляк, 2009; Попондопуло, 2010; Евдокимова, 2008; Боровкова, 2004; Нечитайло, Карлик, 2011). Для подтверждения приведет пример такой классификации инвестиций:

«Реальные инвестиции – это средства, направленные на увеличение основных фондов и оборотного капитала в целях последующего получения прибыли. Финансовые инвестиции – это долгосрочные и краткосрочные вложения средств предприятия в ценные бумаги других предприятий, в процентные облигации государственных и местных займов, в уставные капиталы других предприятий, а также представленные другим предприятиям займы» (Нечитайло, Карлик, 2011, с. 247).

Таким образом, в рамках первого подхода к классификации инвестиций по объектам вложения инвестиции делят на реальные и финансовые, при этом под реальными инвестициями понимают только вложения в активы, которые имеют материально-вещественную форму, или которые приобретут материально-вещественную форму в процессе инвестирования.

Второй подход. Инвестиции делятся на финансовые и реальные, последние, в свою очередь, подразделяются на инвестиции в материальные активы и инвестиции в нематериальные активы.

Данную классификацию можно рассматривать в рамках первого подхода, однако она отличается большей детализацией. Многие экономисты, из числа тех, кто классифицирует инвестиции на реальные и финансовые, под реальными инвестициями также понимают инвестиции в нематериальные активы (Некрасова, 2009; Бочаров, 2000; Вахрин, Нешитой, 2005; Валинурова, 2010; Бочаров, 2000).

Что касается приведенной выше классификационной модели, то автор разделяет мнение о том, что группу инвестиций в нематериальные активы, следует обособить. Однако, в этом случае, возникает вопрос, не имеющий однозначного ответа, а именно: целесообразно ли рассматривать инвестиции в нематериальные активы в тесной связке с реальными инвестициями или ее следует выделить в отдельную самостоятельную группу? На данный вопрос будет предложен ответ после рассмотрения третьего подхода к классификации инвестиций.

Третий подход. Инвестиции делятся на реальные, финансовые и инвестиции в нематериальные активы.

Таким образом, третий подход к классификации инвестиций предусматривает

выделение блока инвестиций в нематериальные активы в качестве отдельной классификационной группы, без привязки к реальным инвестициям (Шеремет, 2008; Захарченко, 2009; Ример, Касатов, 2006). Так, например, исследователи утверждает, что по объектам вложения инвестиции делятся на три группы: «Финансовые инвестиции – это вложения денежных средств в ценные бумаги, акции, облигации, долговые права, на депозитные счета в банке под определенный процент. Реальные инвестиции – вложения капитала в производство на его создание и развитие. Инвестиции в нематериальные активы – это вложения средств в научные исследования, подготовку кадров, рекламу, приобретение лицензий на использование новых технологий» (Ример, Касатов, 2006, с. 26).

Можно утверждать, что большинство экономистов классифицируют инвестиции по объектам вложения на финансовые и реальные, проблема заключается в том, куда отнести вложения в нематериальные активы, можно ли рассматривать данную группу инвестиций в качестве самостоятельной, или только в связке с реальными инвестициями, то есть как их составную часть.

Для того чтобы выявить место инвестиций в нематериальные активы в общей классификации, сравним инвестиции в нематериальные активы с финансовыми инвестициями. Отметим, что и те, и другие не имеют материально-вещественной формы. Однако, между двумя категориями наблюдается существенное отличие: инвестиции в нематериальные активы производятся экономическими субъектами для осуществления своей основной деятельности, то есть это инвестиции, которые необходимы для органического развития и без которых ведение бизнеса, зачастую, не представляется возможным. Если рассматривать классификацию инвестиций под данным углом, то инвестиции в нематериальные активы являются частью реальных инвестиций. В свою очередь, финансовые инвестиции осуществляются при наличии свободных ресурсов (всех их видов), которые могут быть изъяты из оборота и вложены с целью получения экономических выгод.

На наш взгляд, второй подход к классификации инвестиций является наиболее приемлемым, то есть инвестиции по объектам вложения делятся на финансовые инвестиции и реальные инвестиции, при этом инвестиции в нематериальные активы, следует рассматривать в тесной связке с реальными инвестициями.

Для того чтобы элиминировать возможное несоответствие места инвестиций в нематериальные активы в общей совокупности, представляется возможным изменить

название классификационных групп во втором подходе, а именно: разделить инвестиции на «инвестиции в финансовые активы» и «инвестиции в нефинансовые активы» (рис. Б1).

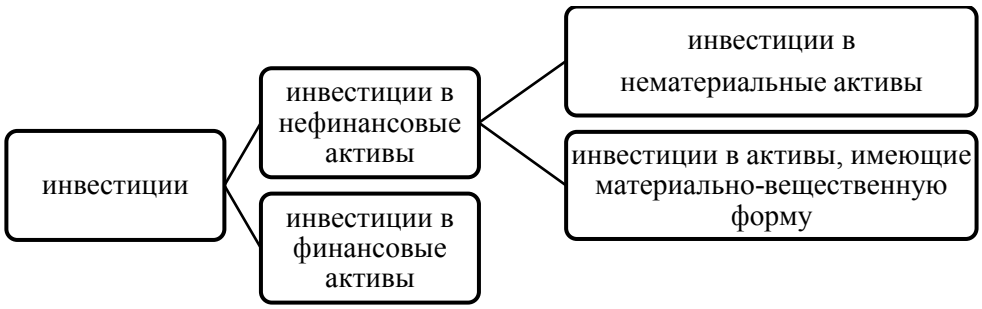

Рисунок Б.1 – Классификация инвестиций по объектам вложения

Источник: разработано автором.

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Идентификационные признаки инвестиций в недавно созданные непубличные компании

Сложность оценки стоимости портфельной компании венчурных фондов обусловлена тем, что для большинства методов оценки необходима финансовая отчетность, факты об экономической деятельности компании за время ее существования. Однако в случае с молодыми компаниями, разрабатывающими уникальный продукт в инновационных секторах экономики, такие данные, зачастую, невозможно получить.

На сегодняшний день отсутствует единая общепринятая методика оценки стоимости недавно созданных компаний, которая бы давала надежную оценку. Немаловажным фактором при выборе метода оценки стоимости портфельной компании является понимание характерных черт, присущих этим компаниям, и условиям, в которых осуществляется их экономическая деятельность.

Выявлением специфических характеристик портфельных компаний, которые влияют на оценку, занимались многие исследователи, среди которых (Knaup, 2005; Watson, Everett, 1996; Knaup, Piazza, 2007; Damodaran, 2009). С точки зрения автора, наиболее точно характерные черты, влияющие на оценку инвестиций, выявил А. Дамодаран (Damodaran, 2009):

- ***Отсутствие истории***. Большинство молодых компании действуют на рынке от нескольких месяцев до нескольких лет, что обусловливает отсутствие надежных данных в финансовой (бухгалтерской отчетности) для получения достоверной оценки стоимости компании.
- ***Операционные убытки***. На ранней стадии развития компаниям не свойственно зарабатывать и отражать высокие показатели выручки так, как фирма продвигает свой продукт или услугу на рынок. Операционные расходы на данном этапе очень высоки. Связано это с тем, что операционные расходы, отраженные в финансовой отчетности, содержат как расходы отчетного периода, так и расходы, которые были понесены на расширение и рост[81]. В результате компания в течении нескольких лет показывает операционные убытки.

[81] Например, затраты на создание нематериального актива, произведенные на стадии «исследования», признаются расходами отчетного периода (Примечание автора)

- ***Зависимость от частного капитала***. Зачастую, компании в начале жизненного цикла полностью финансируются за счет частного капитала. Банки отказываются кредитовать такие проекты так, как риск невозврата слишком высок.
- ***Невыживаемость***. Большинство молодых компании сталкиваются со множеством препятствий на пути своего развития, а именно: высокая конкуренция, отсутствие рынков сбыта, недостаточное финансирование для расширения. Все эти факторы отрицательно влияют на положение компании в отрасли, а, зачастую, приводят к тому, что молодые компании вынуждены уйти с рынка. В эмпирической работе (Knaup 2005) были получены результаты, подтверждающие данную закономерность. Исследователь проанализировал 8,2 млн публичных и непубличных компаний на основе данных Бюро статистики труда США за период с 1998 по 2005 гг. (Bureau of Labor Statistic Census of Employment and Wages - QCEW) и пришел к выводу, что 44% фирм, основанных в 1998 г. продолжали функционировать в течении 4 лет, и только 31% - в течении 7 лет.
- ***Неликвидность инвестиций***. Инвестиции в непубличные компании являются неликвидными, так как их долевые и долговые инструменты не торгуются на организованных рынках капитала, не стандартизированы, а, следовательно, сложно реализуемы.

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Подходы к определению стадий развития объекта венчурных инвестиций

Компания в течение своего существования проходит несколько стадий развития. Стадию развития компании идентифицирует набор ключевых метрик, которые свидетельствуют о положении в отрасли, финансовых результатах, а также о способах финансирования, которые доступны для компании. В академических исследованиях не сложилось единого подхода, который позволяет идентифицировать стадии развития объекта венчурных инвестиций.

Определение и фиксация момента осуществления венчурных инвестиций оказывает существенное влияние: во-первых, на выбор финансовых инструментов, которыми структурируется сделка между основателями портфельной компании и венчурным фондом; во-вторых, на возможную величину привлекаемого финансирования; в-третьих, на выбор методов для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций.

Представляется важным заметить, что такие российские ученые, как И. И. Родионов, Е.М. Рогова, Е.А. Ткаченко, Э.А. Фияксель, Каширин А.И., Семенов А.С., являются основоположниками развития теории венчурного финансирования в РФ, полученные ими выводы легли в основу многих диссертационных работ.

Проанализировав диссертационные работы российских авторов по темам близким к теме настоящего исследования, было выявлено синонимичное использование понятий «жизненный цикл компании», «этапы развития компании» и «стадии финансирования» (Угнич, 2008); не была предпринята попытка конкретизации стадий финансирования (Николаев, 2007); определение ограничивались общей фразой «ранние стадии инновационных проектов» (Янковский, 2018).

В научных исследованиях, статистических и методических материалах, которые готовят профессиональные отраслевые организации и национальные венчурные ассоциации, отсутствует единый подход, устанавливающий идентификационные признаки объекта венчурных инвестиций. Ученые и экономисты применяли следующие подходы для определения стадий развития компании: стадии жизненного цикла, стадии развития, инвестиционные стадии, раунды финансирования.

Нельзя не отметить, существенного вклада, который привнес И. Адизес (Adizes, 1979, 2004) в развитие теории жизненного цикла компании, полученные им выводы

остаются востребованными не только теоретиками, но и практиками. Исследователь предложил следующие стадии жизненного цикла компании: «выхаживание», «младенчество», «давай-давай», «юность», «расцвет», «стабильность», «аристократизм», «ранняя бюрократизация», «бюрократизация», «смерть». Исследователь утверждал, что финансовые показатели (величина выручки, наличие положительного или отрицательного денежного потока), а также возраст компании не влияют на определение конкретной стадии жизненного цикла компании.

В отличии от предыдущего исследователя, ученые (Scott, Bruce, 1987) предложили классификацию стадий жизненного цикла компании, основанную на ее способности генерировать положительный или отрицательный денежный поток в разрезе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. В работе «Пять стадий роста малого бизнеса» исследователи (Scott, Bruce, 1987) определили следующие стадии жизненного цикла: «начало», «выживание», «рост», «расширение», «зрелость».

Интересная классификация стадий жизненного цикла компании, в их канонической интерпретации, используемой в теории стратегического управления, была предложена в работе другого исследователя (Dickson, 2010). Исследователь на основе работ предшественников обобщила и систематизировала данные о денежных потоках компании в разрезе следующих стадий жизненного цикла: становление, рост, зрелость, турбулентность, спад (табл. В.1). С точки зрения автора, только на двух стадиях жизненного цикла могут быть реализованы венчурные инвестиции, а именно: становление и рост.

Таблица В.1 – Влияние стадий жизненного цикла компании на денежный поток компании

Тип денежного потока	Стадия жизненного цикла				
	Становление	**Рост**	**Зрелость**	**Турбулентность**	**Спад**
Операционный	Компании входят на рынок, не имея ясного представления о потенциальных доходах и расходах (Jovanovic 1982)	Увеличение прибыли обеспечивается за счет большого объема инвестиций. (Spence, 1977, 1979, 1981)	Увеличивается эффективность деятельности компании вследствие получения опыта увеличения (Spence, 1977, 1979, 1981; Wernerfelt 1985)	Снижение темпов роста приводят к снижению цен (Wernerfelt 1985) Устоявшиеся и отточенные операционные процессы препятствуют конкурентной гибкости (Hannan and Freeman 1984)	Снижение темпов роста приводит к снижению цен (Wernerfelt, 1985)
	(-) Денежный поток	(+) Денежный поток	(+) Денежный поток	(+/-) Денежный поток	(-) Денежный поток
Инвестиционный	Оптимизм менеджмента стимулирует инвестиции (Jovanovic, 1982) Фирмы осуществляют крупные капиталовложения на раннем этапе для сдерживания входа (Spence 1977, 1979, 1981)	Компании осуществляют крупные капиталовложения на раннем этапе для сдерживания входа (Spence 1977, 1979, 1981)	Обесценение стоимости активов компании превышает величину новых инвестиций на этапе зрелости (Jovanovic 1982, Wernerfelt 1985)	Пробел в теории	Ликвидируются активы, чтобы обслужить долг
	(-) Денежный поток	(-) Денежный поток	(-) Денежный поток	(+/-) Денежный поток	(+) Денежный поток
Финансовый	Теория порядка клевания постулирует, что фирмы получают доступ к банковскому долгу, а затем акционерному капиталу (Myers 1984, Diamond 1991); Растущие фирмы выпускают краткосрочные долговые обязательства (Barclay and Smith 1995)	Теория порядка клевания постулирует, что фирмы получают доступ к банковскому долгу, а затем акционерному капиталу (Myers 1984, Diamond 1991); Растущие фирмы выпускают краткосрочные долговые обязательства (Barclay and Smith 1995)	Фокус смещается с привлечения финансирования на обслуживание долга и распределение избыточных средств между акционерами; зрелые фирмы выпускают долгосрочные долговые обязательства (Barclay and Smith 1995)	Пробел в теории	Акцент на погашение задолженности и / или пересмотре условий задолженности
	(+) Денежный поток	(+) Денежный поток	(-) Денежный поток	(+/-) Денежный поток	(+/-) Денежный поток

Источник: разработано автором на основании (Dickson, 2010).

В отличии от первого подхода, в котором стадии жизненного цикла (stage of the life-cycle) в классической интерпретации рассматриваются с позиции стратегического менеджмента и административного управления, во втором – стадии развития (stage of development) позиционируются в разрезе создании стоимости компании (Damodaran, 2002; AICPA, 2018; NVCA Year Book, 2017). Так, например, А. Дамодаран выделил пять стадий развития компании, предложенная им классификация получила широкое распространение среди профессионального сообщества:

- ***стартовая (start-up):*** продукт не прошел тестирование, рынок для его реализации не определен. Компания функционирует непродолжительное время, невозможно определить сопоставимые компании в отрасли. Стоимость компании во многом обусловлена будущим ростом.
- ***расширение (expansion):*** на данном этапе компания достигла успеха в привлечении клиентов, а также заняла нишу на рынке, однако все еще показывает операционные убытки. Результаты операционной деятельности могут быть использованы для определения ключевых финансовых показателей, но являются неинформативными для прогнозирования. Стоимость компании все еще зависит об ожидаемого роста. Оценка стоимости становится легче, но исходные данные все также ограничены и ненадежны.
- ***быстрый рост (high growth):*** наблюдается стремительный рост выручки. На данной стадии существует достаточное количество надежной и релевантной информации для оценки стоимости компании. В отрасли существует достаточное количество конкурентов на разных этапах жизненного цикла, данные о деятельности которых могут быть использованы для определения стоимости компании. Информация для прогнозной оценки является надежной. Активы компании имеют существенную стоимость, однако стоимость компании еще может быть увеличена за счет будущего роста.
- ***зрелость (mature growth):*** стремительный рост замедляется, чистая прибыль и денежный поток положительны. В отрасли наблюдается достаточное количество аналогичных фирм. В большей степени существующие активы компании определяют ее стоимость.
- ***упадок (decline):*** темп роста выручки и чистой прибыли отрицательный или равен нулю, рост денежного потока замедляется. В отрасли остается небольшое количество фирм, в основном, на этапе зрелости или упадка. Оценка компании определяется исключительно стоимостью активов (Damodaran, 2002, с. 893–895).

Рассмотренные выше подходы представляют широкую и укрупненную иерархию, которые не отражают специфику развития инновационной компании. Выход венчурного фонда из объекта инвестиции осуществляется в момент стремительного роста портфельной компании, а не упадка. Аргументом в поддержку позиции автора служит выдержка из ежегодного отчета по венчурному рынку США за 2017 г., в котором приводится наглядный рисунок, отражающий взаимосвязь между стадиями развития

компании (development stages), которые, по сути, аналогичны стадиям жизненного цикла компании, и инвестиционными стадиями (investment stages) (NVCA, 2017).

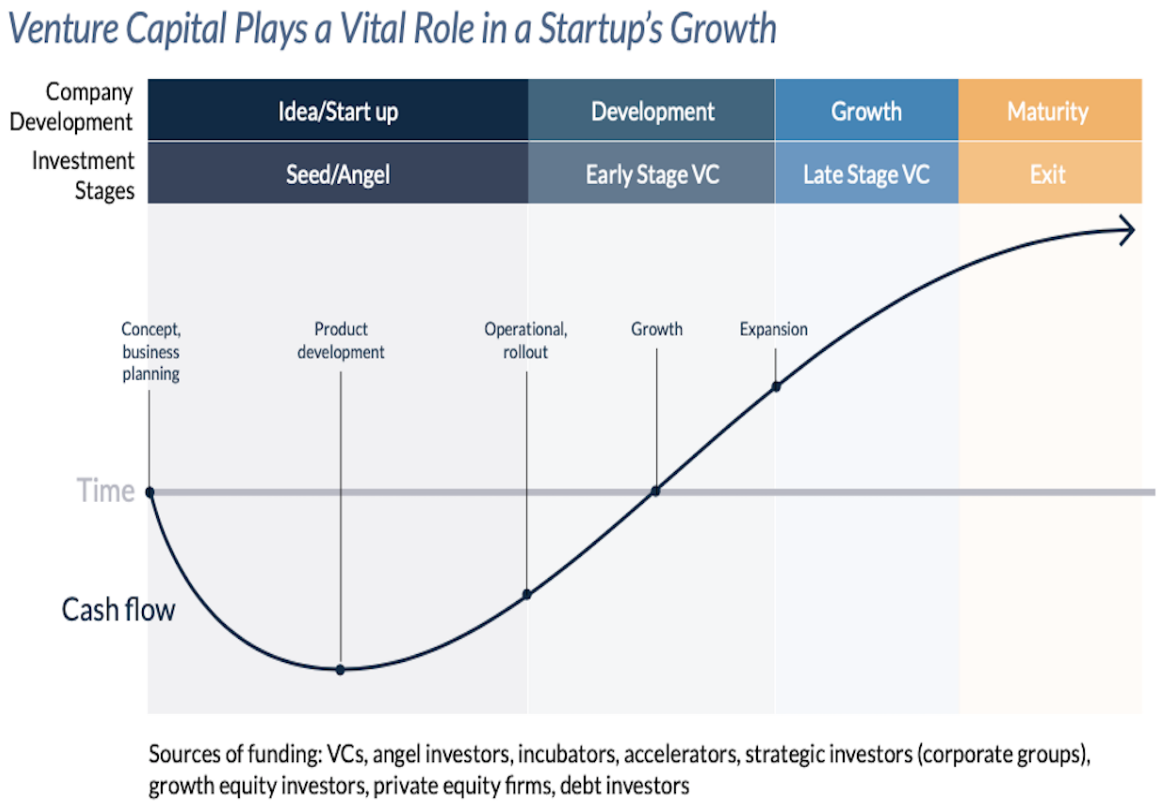

Рисунок В.1 – Взаимосвязь стадий развития компании-объекта венчурных инвестиций и инвестиционных стадий развития

Источник: National Venture Capital Association (NVCA) Yearbook 2017, Prepared by Thomson Reuters. – 2017.

Изложенное выше обусловило целесообразность исследования инвестиционных стадий развития объекта венчурных инвестиций. Основоположником данного подхода является Пламмер (Plummer, 1987). Исследователь (Plummer, 1987) выделил 8 инвестиционных стадий объекта венчурных инвестиций, рассматривая их, как законченный цикл, который начинается в момент зарождения инновационной идеи и заканчивается выходом венчурного фонда из инвестиции:

- ***посевная стадия (seed investments).*** На данной стадии осуществляются небольшие инвестиции с целью определения жизнеспособности идеи и целесообразности предоставления дальнейшего финансирования.
- ***стартовая (startup).*** На данной стадии инвестиции предоставляются компаниям, существующим на рынке менее одного года, со сложившейся управленческой командой. Финансирование используется на разработку продукта, тестирование прототипа. Осуществляются первые пробные продажи. Стадия характеризуется

дальнейшим исследованием рынка, окончательным формированием бизнес-плана.

- ***первая стадия (first stage).*** Инвестиции на данной стадии осуществляются только в том случае, если прототип успешно прошел все испытания, а исследование рынка подтверждает наличие платежеспособного спроса. Финансирование направлено на организацию производства и налаживание каналов сбыта. Компании на данной стадии фиксируют операционные убытки.
- ***вторая стадия - расширение (second stage – expansion)***. На данной стадии инвестиции осуществляются для финансирования капитальных инвестиций и увеличения оборотного капитала. Компания все еще убыточна, но при этом рынок является хорошо изученным для принятия стратегических решений.
- ***третья стадия (third stage).*** Наблюдается стремительный рост выручки, компания фиксирует прибыль, что существенно снижает риск дальнейшего инвестирования. Потребность в финансировании связана с расширением производства, выходом на новые рынки сбыта, что обусловливает привлечение кредитов, обеспеченных активами компании.
- ***четвертая стадия – быстрый рост (fourth stage – rapid growth toward liquidity point).*** Венчурные инвестиции осуществляются для достижения устойчивого роста, риск существенно уменьшается. Однако компании предпочитают использовать коммерческие кредиты для того, чтобы избежать дальнейшего размытия акционерного капитала. Достижение данной стадии свидетельствует о скором выходе из инвестиции венчурного фонда.
- ***мезонинная стадия (bridge stage – mezzanine investments).*** Данная стадия является оптимальной для выхода из инвестиции, однако может потребоваться время для первичного публичного размещения («IPO windows»). Однако компания еще нуждается в получении финансирования для поддержания устойчивого роста, поэтому на данном этапе владельцы компании могут продать часть своей доли.
- ***выход из инвестиции (liquidity stage – cash-out or exit).*** На данной стадии осуществляется выход венчурного фонда из инвестиции посредством первичного публичного размещения или продажи стратегическому инвестору (Plummer, 1987, с. I-11-I-13).

Американский Институт Сертифицированных Бухгалтеров (AICPA, 2018) предложил другую классификацию, акцентируя внимание на стадиях развития объекта

венчурных инвестиций, которые получили финансирование от венчурных фондов или фондов прямых инвестиций, то есть приобрели статус портфельной компании (stages of development for portfolio companies):

- ***Первая стадия.*** Компания-реципиент инвестиций не зарабатывает выручку, несет незначительные расходы. На данной стадии у команды существует идея, бизнес-план, план разработки и развития продукта. На данной стадии осуществляются ***посевные раунды и «первые» раунды финансирования*** (seed stage, first-round financing). Инвесторами являются друзья, члены семьи, бизнес-ангелы, посевные венчурные фонды.
- ***Вторая стадия.*** Организация не имеет доходов от реализации, но при этом уже понесла существенные расходы, продукт находится в разработке. На данном этапе осуществляется ***второй и третий раунд финансирования***, обычно это венчурное финансирование, которое позволяет использовать опыт команды венчурного фонда. Раунды структурируются привилегированными акциями.
- ***Третья стадия***. Организация имеет значительные успехи в разработке продукта, который находится на стадии завершения, проведены альфа и бета тесты. Компания не зарабатывает выручку от реализации продукта. На данной стадии финансирование предоставляют венчурные фонды и стратегические бизнес-партнеры. Раунды финансирования венчурного фонда структурируются привилегированными акциями.
- ***Четвертая стадия***. Организация достигла дополнительные контрольные точки роста, например, первые клиентские заказы или поступление первых доходов от реализации, но все еще убыточное функционирование. На данном этапе происходит мезонинное финансирование (mezzanine round of financing), ведутся переговоры с инвестиционным банком для выхода компании на IPO.
- ***Пятая стадия***. Достигается точка безубыточности, компания имеет стабильные потоки выручки и положительный денежный поток. На данном этапе происходит выход компании на рынок капитала через первичное размещение ценных бумаг или продажа стратегическому инвестору.
- ***Шестая стадия.*** Компания имеет надежную финансовую историю, положительный денежный поток. Некоторые организации остаются частными на протяжении всего жизненного цикла (AICPA, 2018, с. 20–21).

С точки зрения автора, в предложенной выше категоризации инвестиционных

стадий развития, недостаточно точно представлены финансовые инструменты, которые используются в американской практике структурирования раундов финансирования. Также, на наш взгляд, на пятой и шестой стадиях следует определить этапы развития разрабатываемого, объектом венчурных инвестиций, продукта, как «стабилизация» и «масштабирование».

Согласно приведенной выше классификации, венчурные фонды придерживаются стратегии инвестирования в компании, находящиеся на ранних стадиях развития (стадии 1, 2 и 3). Критический анализ представленной выше информации (AICPA, 2018) позволил автору выявить систему взаимосвязи между инвестиционными стадиями развития портфельной компании, финансовыми детерминантами, источниками финансирования (инвесторами) и стадиями развития продукта (табл. В.2).

Таблица В.2 – Система взаимосвязи инвестиционных стадий, раундов финансирования, инвесторов

стадии развития	1	2	3	4	5	6
выручка	отсутствует	отсутствует	отсутствует	первые продажи	начало роста выручки	быстрый рост выручки
прибыль/ убыток	убыток	убыток	убыток	убыток	нулевая прибыль	прибыль
денежный поток	отриц.	отриц.	отриц.	отриц.	положит.	положит.
финансовые инструменты	обыкн. акции; привил. акции	привил. акции.	привил. акции.	мезонинные инвестиции (конвертируемые займы)	обыкновенные акции, конвертация привил. акций	обыкн. акции; конвертация привил. акций
источники финансирования (инвесторы)	3F, посевные венчурные фонды, бизнес-ангелы	венчурные фонды	венчурные фонды, стратегические бизнес-партнеры	венчурные фонды	подготовка к выходу из инвестиции: IPO//продажа стратегическому инвестору	IPO//продажа
продукт	идея	начало разработки	тестирование	завершение разработки	стабилизация	масштаби-рование

Источник: разработано автором на основании (AICPA, 2018).

В технических отчетах, которые готовят профессиональные организации, осуществляющие исследование и мониторинг венчурного рынка Европейского Союза, используется отличная от представленных выше методология идентификации источников финансирования компаний-реципиентов венчурных инвестиций. Так, например, в отчете «Venture Capital in Europe: Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture capital-backed firms», представленном Объединенным исследовательским центром Европейской Комиссии, отождествляются инвестиционные

стадии (investment stages), раунды финансирования (funding rounds), которые определяются термином «типы инвестиций» (investment type) (Bellucci, Gucciardi, Nepelski, 2021). Данный подход является нетрадиционным для индустрии прямого и венчурного финансирования, чем обусловлен исследовательский интерес.

Инвестиции, предоставляемые акселератором (accelerator). Акселераторы, зачастую, объединяют несколько стартапов, которые осуществляют технологические разработки в одной отраслевой нише. Акселераторы предоставляют поддержку недавно созданным компаниями не только в финансовой форме, но также в форме наставничества. Акселераторы получают долю в собственном капитале стартапа только в момент привлечения внешних инвесторов при проведении посевного раунда.

Бизнес-ангелы (business angel) являются частными инвесторами, которые предоставляют собственные средства потенциально прибыльным стартапам. Бизнес-ангелы обеспечивают не только финансовую поддержку, но и экспертную оценку, обладая знаниями в конкретной отрасли. Полученные от бизнес-ангелов инвестиции позволяют инновационным компаниям превратить идеи в жизнеспособные компании.

Посевные инвестиции (seed). Финансирование, привлеченное на посевных раундах, направляется на исследовательскую деятельность, а также на разработку концепции продукта. Обычно посевные раунды осуществляются в течение первого года после регистрации юридического лица. На данной стадии команда стартапа не сформирована.

Ранняя стадия (early-stage). В рамках данной стадии осуществляются традиционные для венчурной отрасли раунды финансирования A, B. Полученные ресурсы от инвесторов направляются на разработку продукта, определение рыночной стратегии и идентификации каналов сбыта.

Поздняя стадия (later stage). Традиционно на данной стадии осуществляются раунды финансирования серии C, D. Реализуют такие инвестиции венчурные фонды. Полученные ресурсы направляются портфельными компаниями на развитие подтвердившего свою жизнеспособность бизнеса.

Рекапитализация (recapitalization). Венчурные фонды использую данные раунды для исключения существующих акционеров, которые не принимали участие в предыдущих раундах.

Корпоративный венчурный капитал (corporate venture capital). Данный вид инвестиций реализуют подразделения крупной компании. Осуществляются такие

инвестиции для удовлетворения нужд компании в специфичных для нее технологичных ресурсах.

Венчурный лизинг. Такой тип финансирования осуществляют венчурные брокеры, предоставляя стартапам дорогостоящее технологичное оборудование.

Критический анализ представленной выше информации показал, что данный подход не может быть использован, так как подменяются понятия инвесторов (акселератор, бизнес-ангелы, венчурные фонды, корпоративные фонды) и стадий финансирования, в которых участвуют инвесторы (ранняя, поздняя).

Подчеркнем, что аналогичные подходы встречаются в ряде эмпирических работах (Kuckertz et al., 2019; Kaminski et al., 2019; Gvetadze et al., 2020). Проблема применения результатов таких работ обусловлена тем, что представленный в них терминологический аппарат не отражает экономическую суть понятий и обусловлен систематизацией информации в базе данных, используемой для получения информации, на которой основывается исследование (VentureSource, Thomson Venture Economics, Crunchbase).

В рекомендациях, подготовленных Организацией экономического сотрудничества и развития[82], разработана концепция взаимосвязи стадий развития бизнеса и стадий финансирования (раундов финансирования) компании, которая привлекает венчурные инвестиции (табл. В.3). Несмотря на то, что предложенная концепция была разработана в 1997 г., она представляется важной для исследования системы взаимосвязи стадий финансирования (раундов финансирования) и стадий развития объекта венчурных инвестиций.

[82] Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD. Далее по тексту – OCED

Таблица В.3 –Стадии развития бизнеса и его финансирование

Стадии развития бизнеса	***Стартапы (Start-up firms)***	***Растущие компании (Growth firms)***	***Зрелые компании (Mature firms)***
	Неразработанная бизнес-система компании.	Компания может продемонстрировать потенциальный успех разрабатываемого продукта. Сформирована сильная управленческая команда. Быстрое развитие бизнес-системы.	Конкуренция в отрасли стабилизирована. Присутствует экономия на масштабе.
Стадии финансирования компании	***Ранняя стадия финансирования***	***Поздняя стадия финансирования***	***Зрелая стадия финансирования (mature financing)***
	Посевное финансирование (seed finance)	***Вторая стадия финансирование (second stage finance)***	***Спасательное рефинансирование (turnd-around finance)***
	Предоставляются небольшие денежные транши для проверки концепции продукта.	Полученные транши используются для наращивания оборотного капитала компании с целю расширение бизнеса.	Финансирование предоставляется компаниям, находящимся в предбанкоротном состоянии.
	Стартовое финансирование (start-up finance)	***Третья стадия финансирование (third stage finance)***	***Кредитный выкуп (leveraged buy-out)***
	Финансирование предоставляется для разработки продукта и проведения маркетинговых исследований.	Финансирование предоставляется для значительного расширения объемов производства, выхода на новые рынки.	Финансирование предоставляется менеджменту компании для выкупа доли в собственном капитале.
	Первая стадия финансирование (first stage finance)	***Бридж-финансирование (bridge finance)***	***Слияние / Поглощение / Приватизация (mergers / acquisition / privatization)***
	Финансирование предоставляется для запуска коммерческого производства разработанного продукта.	Финансирование предоставляется для компании, которая выходит на первичное публичное размещение.	Финансирование предоставляется для покрытия доли компании в расходах при проведении сделок слияния и поглощения.

Источник: разработано автором на основании (OECD, 1997).

На наш взгляд, инвестиционные стадии развития нельзя рассматривать отдельно от раундов финансирования (стадий финансирования). Инвестиционные стадии развития объекта венчурных инвестиций позволяют обобщить информацию о финансовых показателях (выручка, денежный поток) и операционных метриках, которая необходима для оценки стоимости портфельной компании венчурного фонда. В свою очередь, раунды финансирования оказывают влияние на процесс структурирования сделки между

венчурным фондом и основателями портфельной компании.

При этом и раунды финансирования, и инвестиционные стадии развития используют профессиональные независимые ассоциации прямых и венчурных инвестиций по всему миру для формирования отраслевых статистических отчетов.

На основе анализа материалов, подготовленных Национальной венчурной ассоциацией США[83], было выявлено, что система обобщения и представления информации о венчурном рынке США претерпела значительные изменения в 2017 г. (Предыдущая версия классификации инвестиционных стадий обобщена и представлена в статье автора диссертационной работы (Макушина, 2016)). Начиная с 2017 г. NVCA систематизирует информацию в разрезе следующих венчурных инвестиционных стадий: посевной (seed/angel), ранней (early stage), поздней (late stage) (NVCA, 2017, с. 7–8).

В результате анализа годовых отчетов, представленных NVCA, были сделаны следующие выводы: инвестиции на посевной стадии (seed/angel) могут быть включены в данную классификационную группу, если величина раунда финансирования не превышает 500 тыс. долларов США. Ранняя стадия (early stage) включает раунды серии A, B. На поздней стадии (later stage) осуществляются раунды финансирования серии C, D (NVCA, 2017, с. 51).

Отметим, что практика сбора статистических данных в Европейском Союзе о венчурных фондах претерпела изменения после проведения ребрендинга Европейской ассоциации прямого и венчурного финансирования, которая изменила название на Invest Europe (Invest Europe, 2018, с.19). (Предыдущая версия классификации инвестиционных стадий обобщена и представлена в статье автора диссертационной работы (Макушина, 2016)). В статистическом сборнике, подготовленном Invest Europe за 2017 г., информация о венчурном рынке Европейского Союза формируется в разрезе следующих инвестиционных стадий: посевной (seed), стартовой (start-up), поздней (late stage).

Проанализировав информацию, представленную в годовых отчетах Invest Europe и NVCA за 2017 г., были сделаны следующие вывод: во-первых, ассоциации одинаково формируют статистические показатели по стадиям финансирования, но при этом название промежуточной стадии отличается; во-вторых, отдельно формируют показатели инвестиций на стадии «роста капитала» (growth equity), не отождествляя такие инвестиции с венчурными. Инвестиции на данной стадии направляются в зрелые

[83] National Venture Capital Association –NVCA. Далее по тексту – NVCA.

компании для расширения операционной деятельности, выхода на новые рынки, стимулирования роста бизнеса (Invest Europe, 2019, с.41).

В данной работе исследуется национальный венчурный рынок, поэтому представляется важным выявить специфику классификации стадий развития объекта венчурных инвестиций, используемую на российском венчурном рынке. Для этого обратимся к аналитическим и методическим материалам, статистическим обзорам, которые выпускает Российская ассоциация венчурного инвестирования, используя информацию, раскрываемую на добровольной основе участниками рынка.

Национальная практика сбора и представления информации в РФ, отличается от американской и европейской. RVCA обобщает и представляет статистические данные по национальной венчурной отрасли в разрезе следующих инвестиционных стадий: посевной (seed); стартовой (start-up); ранней (early), расширения (expansion).

Систематизируем полученные выше выводы и обобщим их в таблице В.4, что позволит наглядно представить региональную специфику.

Таблица В.4 – Инвестиционные стадии портфельной компании венчурных фондов

Название ассоциации	**Инвестиционные стадии портфельной компании венчурных фондов**			
NVCA	посевная Seed (angel) stage	ранняя Early stage	поздняя Later Stage	
Invest Europe	посевная Seed stage	начальная Start-up stage	поздняя Later Stage	роста Growth Capital
RVCA	посевная Seed stage	начальная Start-up stage	ранняя Early stage	расширения Expansion stage

Источник: разработано автором на основании (Invest Europe, 2019; NVCA, 2017; РАВИ, РВК, 2017).