МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В. ЛОМОНОСОВА

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)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2023

Работа выполнена на кафедре учета, анализа и аудита экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

Научный руководитель	**Соловьева Ольга Витальевна,** доктор экономических наук, профессор
Официальные оппоненты	**Воронова Екатерина Юрьевна,** доктор экономических наук, доцент, ФГАОУ ВО «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации», кафедра учета, статистики и аудита факультета международных экономических отношений, заведующий кафедрой
	Миславская Наталья Анатольевна, доктор экономических наук, доцент, ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», департамент аудита и корпоративной отчетности факультета налогов, аудита и бизнес-анализа, профессор
	Чайковская Любовь Александровна, доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», базовая кафедра финансового контроля, анализа и аудита Главного контрольного управления города Москвы, профессор

Защита диссертации состоится «27» июня 2023 г., в 16 час. 00 мин. на заседании диссертационного совета МГУ.052.5 Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Российская Федерация, г. Москва, ГСП-1, Ленинские горы, д. 1, стр. 46, экономический факультет, ауд. П-4

E-mail: msu.08.06@list.ru

С диссертацией можно ознакомиться в отделе диссертаций Научной библиотеки МГУ имени М. В. Ломоносова (Ломоносовский проспект, д. 27) и на портале: https://dissovet.msu.ru/dissertation/052.5/2563

Автореферат разослан « » мая 2023 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета МГУ.052.5,
кандидат экономических наук, доцент Е.А. Туманова

I. Общая характеристика работы

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 ОЭСР[2]. 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 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

[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

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 и объем работы

Структура и содержание диссертации определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертационная работа включает введение, три главы, заключение, список литературы и 3 приложения. Общий объем исследования составляет 158 страниц, из которых 137

– основного текста, содержащего 20 таблиц и 3 рисунка. Список литературы включает 298 наименования.

Структура работы выглядит следующим образом:

Введение

Глава 1. Понятие венчурных инвестиций

1.1 Экономическая природа венчурных инвестиций

1.2 Венчурные инвестиции – элемент системы финансовой отчетности венчурных фондов

1.3 Выводы по главе 1

Глава 2. Раскрытие информации венчурными фондами

2.1. Идентификационные критерии венчурного фонда как подотчетного субъекта

2.2. Представление информации в финансовой отчетности венчурных фондов

2.3. Специфические статьи финансовой отчетности венчурного фонда

2.4. Рекомендации для венчурных фондов по раскрытию информации

2.5 Выводы по главе 2

Глава 3. Оценка венчурных инвестиций

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

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

3.3 Выводы по главе 3

Заключение

Список литературы

Приложения А – В

II. Основные положения диссертации, 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).

Анализ академических исследований, экономической литературы, проведенный в диссертационной работе, продемонстрировал отсутствие единого определения объекта венчурных инвестиций. Проблематика идентификации объекта венчурных инвестиций связана с вариативностью определений, представленных в эмпирических исследованиях, методических материалах, которые готовят профессиональные отраслевые организации и национальные венчурные ассоциации. Среди таких определений — инновационный проект; стартап; недавно

созданная компания, обладающая значительным потенциалом роста; молодая компания; малые и средние предприятия; портфельные компании.

Для разработки определения объекта венчурных инвестиций в диссертационной работе инвестиции были классифицированы по объектам вложения, что позволило выделить следующие блоки — инвестиции в нефинансовые и финансовые активы. Категоризация инвестиций в финансовые активы на основе присущего риска невозврата вложений обосновала идентификацию двух групп: инвестиции в публичные компании и инвестиции в непубличные компании – прямые инвестиции (private equity). В работе аргументировано, что вложения в публичные компании осуществляются посредством приобретения финансовых активов на организованных рынках капитала, в отличие от инвестиций в непубличные компании, которые реализуются напрямую, минуя фондовый рынок, что определило устоявшийся термин — прямые инвестиции.

Декомпозиция прямых инвестиций в зависимости от цели использования полученного финансирования объектом инвестиций позволила: 1) снять противоречия, существующие в научных исследованиях, и подтвердить, что венчурные инвестиции являются составной частью прямых инвестиций, а не отдельной категорией; 2) разработать системный подход, в котором венчурные инвестиции интегрированы в общую совокупность инвестиций (рис. 1); 3) обосновать, что первым идентификационным признаком объекта венчурных инвестиций является его непубличный характер (общество с ограниченной ответственностью, непубличное акционерное общество).

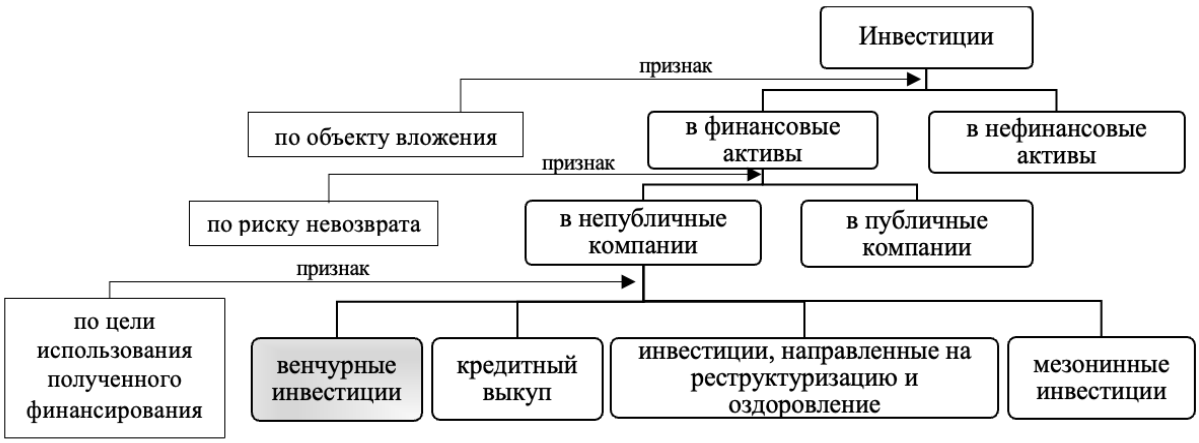

Рисунок 1 – Классификация инвестиций

Источник: разработано автором.

Анализ экономической литературы, проведенный в диссертационной работе, позволил выявить вторую идентификационную характеристику объекта венчурных инвестиций – инновационная деятельность. В работе обосновано, что инновационнная деятельность непубличного общества, результаты которой с большой вероятностью могут не быть достигнуты,

с одной стороны, объясняет высокий уровень риска; с другой — обусловливает потенциальный рост, который может привести к высокой отдаче от вложений.

Сложность конкретизации следующей отличительной характеристики объекта венчурных инвестиций была вызвана многообразием подходов, представленных в эмпирических исследованиях. Проблематика ее определения была исследована в трех аспектах: в разрезе стадий жизненного цикла (stage of the life-cycle) компании, в разрезе стадий развития компании (stage of development), в разрезе инвестиционных стадий развития (investment stages), на которых инвесторы осуществляют венчурные инвестиции.

В диссертационной работе аргументирована несостоятельность двух первых подходов, а также рекомендовано использование инвестиционных стадий развития для идентификации объекта венчурных инвестиций, на основе выделенных преимуществ: 1) представляют детализированную (узкую) последовательность стадий развития, на которых, с позиции инвестора, осуществляются венчурные инвестиции, а с позиции объекта инвестиций поступает финансирование; 2) отражают риск невозврата вложенных ресурсов; 3) позволяют обобщить финансовые детерминанты, необходимые для определения стоимостной оценки объекта венчурных инвестиций.

Автором предложено идентифицировать инвестиционные стадии развития объекта венчурных инвестиций с учетом национальной специфики систематизации информации о рынке прямых и венчурных инвестиций. Внедрение такого подхода в национальные нормативные акты упростит подготовку аналитических отчетов органами государственной власти в части оценки эффективности использования бюджетных средств, направленных на развитие венчурного кластера.

Были выделены следующие венчурные инвестиционные стадии развития: ***посевная, стартовая, ранняя, стадия расширения.*** В академических работах, эмпирических исследованиях содержательная часть венчурных инвестиционных стадий развития специфицируется неоднозначно. В работе было предложено определить функциональную нагрузку каждой инвестиционной стадии развития в разрезе финансовых детерминант, необходимых для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций.

Посевная стадия (табл. 1) характеризуется наличием идеи, отсутствием завершенной концепции развития бизнеса, проведением маркетинговых исследований, разработкой или тестированием прототипа. На данной стадии не зарегистрировано или находится в процессе регистрации юридическое лицо, не сформирована команда. Отличается самыми высокими рисками.

Стартовая стадия (табл. 1) отличается наличием зарегистрированного юридического лица, сформированной командой, началом разработки продукта, осуществлением пробных

продаж, которые подтверждают или опровергают наличие платежеспособного спроса; присутствием незначительной выручки, что обусловливает высокие риски невозврата вложенных средств.

Ранняя стадия (табл. 1) характеризуется началом производства продукта или запуском проекта, активными продажами, сфокусированными на целевой группе потребителей, которые становятся прогнозируемыми. На данной стадии наблюдается рост выручки при незначительном положительном (зачастую отрицательном) значении прибыли до вычета расходов по амортизации, процентам и налогам (EBITDA), отрицательный финансовый результат. При этом риск невозврата вложенных инвестиций все еще остается высоким.

Стадия расширения (табл. 1) определяется быстрым ростом рыночной доли, которая обеспечивается растущим числом потребителей и выходом на новые рынки сбыта; темп роста выручки превышает темп роста EBITDA; может наблюдаться положительный денежный поток (FCFF), что свидетельствует о том, что продукт принят рынком. Риск невозврата инвестиций снижается, что обусловлено стабильным развитием коммерчески успешного продукта.

Такая функциональная нагрузка инвестиционных стадий развития обеспечила возможность 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.1).

Таблица 1 – Финансовые детерминанты на венчурных инвестиционных стадиях развития 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.

Сформулированное выше позволило следующим образом определить ***объект венчурных инвестиций:*** непубличное хозяйственное общество, которое осуществляет инновационную деятельность, обладает значительным потенциалом роста, находится на венчурных инвестиционных стадиях развития (посевной, стартовой, ранней, расширения).

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).

В русскоязычной экономической литературе не исследована проблематика реализации венчурных инвестиций с позиции бизнес-модели венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества. Анализ национальных нормативных и правовых актов, а также англоязычных академических работ и документов, подготовленных международными организациями, в которых исследовалась система функционирования венчурных фондов (партнерств с ограниченной ответственностью), позволил 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 истечении 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). 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 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 бизнес-модель венчурного фонда (инвестиционного товарищества) формирует понятные российским инвесторам и зарубежным партнерам условия реализации венчурных инвестиций за счет сближения национальной системы с самым распространенным способом их реализации на развитых рынках капитала – партнерством с ограниченной ответственностью, что обеспечивает инвестиционную прозрачность такой формы коммерциализации инноваций.

В национальных нормативных и правовых актах не представлено определение венчурных инвестиций. Для решения обозначенной проблемы на основании идентифицированного объекта венчурных инвестиций и разработанной бизнес-модели венчурного фонда (инвестиционного товарищества) было предложено квалификационное определение венчурных инвестиций с позиции системы раскрытия информации в его финансовой отчетности: ***венчурные инвестиции*** – это вложение ресурсов в долевые инструменты объекта венчурных инвестиций.

В диссертационной работе было определено, что неотъемлемой частью бизнес-модели венчурного фонда является последовательное предоставление денежных траншей объекту венчурных инвестиций – раундов финансирования. Проблематика идентификации раундов финансирования обусловлена вариативностью подходов, представленных в экономической литературе, в частности раунды финансирования рассматривались: 1) в качестве самостоятельного цикла, не связанного с инвестиционными стадиями, который начинается в момент создания инновационной идеи и заканчивается выходом венчурного фонда из объекта инвестиций; 2) в связке со стадиями развития бизнеса (stages of business development); 3) синонимично с инвестиционными стадиями развития объекта венчурных инвестиций.

Исследование указанной выше проблематики позволило: 1) разграничить понятия «раунд финансирования» и «инвестиционные стадии развития»; 2) обосновать взаимосвязь раундов финансирования и инвестиционных стадий развития: получение каждого раунда является основополагающим критерием достижения объектом венчурных инвестиций согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста, и, следовательно, обеспечивает его продвижение по инвестиционным стадиям развития; 3) идентифицировать венчурных инвесторов, которые принимают участие в раундах финансирования – акселераторы, бизнес-ангелы, венчурные фонды и др. (табл. 2).

Проведенный в диссертационной работе анализ практики структурирования раундов финансирования венчурными фондами (партнерствами с ограниченной ответственностью) на развитиях рынках капитала позволил:

- 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.2).

Таблица – 2 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.

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. Анализ национальных нормативных и правовых актов, проведенный в диссертационной работе, позволил выделить следующие виды долевых инструментов, которые могут использовать венчурные фонды (инвестиционные товарищества) при проведении раундов финансирования объектов венчурных инвестиций:

- 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 (табл. 2).

Исследование вышеназванных проблем позволило разработать целостную структуру венчурного инвестирования (табл. 2), в которой во взаимосвязи представлены источники финансирования (инвесторы), инвестиционные стадии развития объекта венчурных инвестиций, раунды финансирования и финансовые инструменты, которыми они структурированы.

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.

Анализ национальных нормативных и правовых актов, представленный в диссертационной работе, продемонстрировал отсутствие разработанного понятия «венчурный фонд» как для инвестиционного товарищества, так и для венчурных фондов, созданных в форме ЗПИФ. В диссертационной работе доказано, что критически важным для определения венчурного фонда является его позиционирование в качестве инвестиционного фонда. В диссертационной работе выявлено отсутствие унифицированного подхода в национальных нормативных и правовых актах в отношении идентификации инвестиционных фондов — в частности, на уровне Федерального закона N 335-ФЗ не определено, что инвестиционное товарищество является инвестиционным фондом. Только на уровне Постановления Правительства РФ[3] от 22 декабря 2020 г. N 2204 установлено, что венчурные фонды, правовая форма которых отличается от юридического лица, являются инвестиционными фондами.

Исследование зарубежных нормативных документов, регулирующих деятельность венчурных фондов (партнерств с ограниченной ответственностью), а также отраслевой практики, представленное в диссертационной работе, позволило: 1) выявить специфические признаки, идентифицирующие венчурный фонд (инвестиционное товарищества) и отличающие его от других инвестиционных фондов, на основании которых сформулировать его определение; 2) определить, что традиционно объект венчурных инвестиций, который получил инвестиции от фонда, именуют ***«портфельной компанией»***; 3) рекомендовать использовать в определении венчурного фонда в скобках устоявшуюся отраслевую терминологию в отношении объекта венчурных инвестиций.

Венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества – это

[3] 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»

инвестиционный фонд, который:

- раскрывает инвестиционную стратегию исключительно как венчурную;
- направляет вложенные средства на финансирование объектов венчурных инвестиций (портфельных компаний);
- 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).

Определение венчурного фонда на основе разработанной бизнес-модели соответствует критериям признания «инвестиционной организации», которые представлены в поправках МСФО «Инвестиционные организации: применение исключения из требований о консолидации»[4]. В такой конфигурации, венчурные фонды (инвестиционные товарищества) при составлении финансовой отчетности освобождаются от использования метода долевого участия при раскрытии информации об инвестициях в портфельные компании, а также от составления консолидированной финансовой отчетности, что обусловливает отражение венчурных инвестиций по справедливой стоимости согласно МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»[5] с отнесением ее изменения на финансовый результат отчетного года в соответствии с требованиями МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты»[6].

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 товарищество) 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

---

[4] 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

[5] 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.

[6] 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.

товариществ).

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.

В диссертационной работе аргументирована значимость раскрытия информации венчурными фондами (инвестиционными товариществами) в финансовой отчетности, которая обусловлена возможностью привлечения частного капитала национальных институциональных инвесторов (негосударственных пенсионных фондов) и зарубежных партнеров. Потребность обозначенных групп инвесторов в подготовке финансовой отчетности по МСФО подчеркивает важность получения ими сопоставимых данных от управляющего товарища, которые могут быть обеспечены через систему формирования отчетных показателей венчурного фонда (инвестиционного товарищества) с учетом требований МСФО.

В исследовании идентифицированы специфические статьи финансовой отчетности венчурного фонда, которые отражают экономические отношения участников инвестиционного товарищества, такие как: вознаграждение за успех, расходы на управление, вложенный капитал. Анализ механизма реализации венчурных инвестиций через партнерство с ограниченной ответственностью, представленный в диссертационной работе, позволил:

- определить специфическую для бизнес-модели инвестиционного товарищества систему оплаты услуг управляющего венчурным фондом, состоящую из двух видов вознаграждения, для которых предложено использовать устоявшиеся в отрасли названия – ***вознаграждение за успех; расходы на управление***;
- рекомендовать использование разработанной системы оплаты услуг управляющего венчурным фондом при формировании условий договора инвестиционного товарищества, которая обеспечит сближение национальной и международной практики осуществления венчурных инвестиций;
- разработать методику отражения вознаграждения за успех и расходов на управление в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

В работе определено, что ***вознаграждение за успех*** (долевое вознаграждение за результат) является стимулирующим видом вознаграждения управляющего венчурным фондом, которое

возникает при выполнении последним условия достижения уровня доходности венчурного фонда в отчетном периоде. Данный вид вознаграждения обеспечивает управляющему венчурным фондом участие в распределении реализованной прибыли, величина которого не является пропорциональной по отношению к величине его вклада в общее дело.

Доказано, что для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) важно разграничить понятия нереализованной и реализованной прибыли. Реализованная прибыль – прибыль, обеспеченная поступлением денежных средств от выхода из портфельной компании (инвестиции), которая распределяется между товарищами и является источником выплаты вознаграждения за успех для управляющего венчурным фондом. Нереализованная прибыль – прибыль, обусловленная изменением справедливой стоимости венчурных инвестиций (активов под управлением).

В работе 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, 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 интегрирует понятную зарубежным инвесторам систему распределения прибыли, что позволит через раскрытие информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) улучшить инвестиционную прозрачность национального венчурного рынка и привлечь иностранный капитал в экономику страны.

В диссертационном исследовании определено, что вознаграждение за успех: 1) является соглашением между инвестиционным товариществом (венчурным фондом) и управляющим, который действует как поставщик инвестиционных услуг; 2) возникает из договора инвестиционного товарищества с ограниченным сроком действия, что обусловливает его классификацию в качестве финансового обязательства и оценку по амортизируемой стоимости для раскрытия информации в отчете о финансовом положении (табл. 3) с отнесением расходов на финансовый результат отчетного года (табл. 4).

Расходы на управление являются операционными расходами венчурного фонда (например, заработная плата управляющего товарища, расходы на мониторинг портфельных компаний и др.). Определено, что для данной бизнес-модели ежегодная сумма расходов на управление рассчитывается как установленный процент от величины вложенного капитала, которая не была возвращена товарищам при распределении реализованной прибыли. Признаются расходы на управление в момент осуществления первой инвестиции и прекращаются на дату ликвидации фонда, установленную в договоре инвестиционного товарищества. Отражаются в отчете о

совокупном доходе отдельной строкой (табл. 4).

Таблица 3 – 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.

На основе анализа зарубежной практики раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных фондов (партнерств с ограниченной ответственностью), представленного в диссертационной работе, следующим образом были определены вклады товарищей в общее дело: ***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. Перечисление денежных средств пропорционально принятым обязательствам осуществляется в течение первых лет жизни венчурного фонда (инвестиционный период) при возникновении необходимости в проведении раундов финансирования, выплаты вознаграждения управляющему, оплаты расходов на управление.

Для идентификации вложенного товарищами капитала в качестве элемента финансовой отчетности венчурного фонда, который не является юридическим лицом, были приняты во внимание следующие аспекты бизнес-модели: ограниченный срок действия договора

инвестиционного товарищества, отсутствие реинвестирования заработанной прибыли, распределение прибыли на пропорциональной основе между участниками инвестиционного товарищества, право участников инвестиционного товарищества на получение доли в общем имуществе.

Таблица 4 – Отчет о совокупном доходе венчурного фонда (инвестиционное товарищество)

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.

На основе исследования положений МСФО, проведенного в диссертационной работе, аргументировано, что необходимость распределения и последующей выплаты реализованной фондом прибыли, предусмотренная договором инвестиционного товарищества, представляет собой обязанность передачи денежных средств, которая приводит к возникновению финансового обязательства. Сформулированное выше позволило идентифицировать вложенный товарищами капитал как финансовое обязательство, которое оценивается по амортизируемой стоимости.

В отличие от традиционного представления элементов для юридического лица в разрезе активов, обязательств, собственного капитала, в отчете о финансовом положении венчурного фонда (инвестиционного товарищества) остаточную величину активов за вычетом обязательств, не связанных с операциями с товарищами, предложено раскрывать по строке «чистые активы товарищей» (табл. 3).

В диссертационной работе обосновано, что раскрытие информации о прибыли отчетного периода для венчурного фонда (инвестиционного товарищества) отличается от ее канонического

представления в отчете о совокупном доходе. Ввиду того, что вложенный капитал является финансовым обязательством, функциональная нагрузка прибыли отчетного периода для товарищества – это финансовые расходы, связанные с данным обязательством. Содержательная функция прибыли отчетного периода венчурного фонда – это изменение стоимости чистых активов товарищей, которое не связано с операциями с товарищами, что позволило автору рекомендовать представление прибыли отчетного года венчурного фонда (суммарную величину реализованной и нереализованной прибыли) по строке «изменение чистых активов товарищей» (табл. 4) в отчете о совокупном доходе.

Сформулированное выше позволило предложить следующим образом формировать информацию о чистых активах товарищей на конец отчетного периода в отчете о финансовом положении:

- совокупная величина вложенного товарищами капитала,
- уменьшенная на величину изъятий, согласно установленной в инвестиционном договоре модели распределения реализованной прибыли (табл. 5);
- увеличенная (уменьшенная) на величину «изменения чистых активов товарищей за отчетный период» (табл. 3).

Таблица 5 – Отчет об изменении чистых активов венчурного фонда (инвестиционное товарищество)

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.

Для венчурного фонда (инвестиционного товарищества) вместо традиционного отчета об изменении собственного капитала, рекомендовано раскрывать информацию в отчете об изменении чистых активов товарищей. В диссертационной работе обосновано, что в отчете об изменении чистых активов товарищей раскрывают информацию об изменении долгосрочных

обязательств венчурного фонда, которые связаны с исполнением договора инвестиционного товарищества в части оплаты вклада в общее дело (вложенный капитал); распределения реализованной прибыли (изъятий товарищей), изменения чистых активов товарищей за отчетный период, не связанного с вложениями или изъятиями товарищей (табл. 5).

Бизнес-модель венчурного фонда обусловливает специфическое для инвестиционных организаций представление информации в отчете о движении денежных средств, в котором раскрываются денежные потоки только в разрезе операционной и финансовой деятельности (табл.6).

Таблица 6 – Отчет о движении денежных средств венчурного фонда (инвестиционное товарищество)

Отчет о движении денежных средств за год, заканчивающийся 31 декабря 20Х3г.		
	31.12.20Х3	31.12.20Х2
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.

В диссертационной работе аргументировано, что текущая система раскрытия информации инвестиционными фондами в РФ, которые осуществляют экономическую деятельность в сегменте альтернативных инвестиций, не соответствует сложившейся на развитых рынках капитала форме представления информации инвесторам. В зарубежной практике венчурные фонды (партнерства с ограниченной ответственностью) не только формируют финансовую

отчетность (financial reporting), но также раскрывают информацию в «отчете для инвесторов» (investor reporting).

Исследование международных документов, которые публикуют негосударственные профессиональные организации, заинтересованные в повышении качества раскрытия информации инвестиционными фондами позволило разработать рекомендации, которые могут использовать венчурные фонды (инвестиционные товарищества) для представления информации в «отчете для инвесторов». В диссертационной работе 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 рекомендаций венчурными фондами позволит стандартизировать информационный контент, обеспечит институциональных инвесторов необходимой информацией, что повысит инвестиционную прозрачность национального венчурного рынка.

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.

В диссертационной работе 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; 3) венчурный фонд может производить неоднократные раунды финансирования в портфельную компанию.

Для решения обозначенной проблемы предложен алгоритм определения справедливой стоимости венчурных инвестиций, учитывающий специфику бизнес-модели венчурного фонда и позволяющий определить стоимость долевых инструментов, находящихся в инвестиционном портфеле венчурного фонда, с учетом различных прав требования, которыми они обладают.

- 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 портфельной компании, определяя ***справедливую стоимость*** венчурных инвестиций.

Для применения алгоритма расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций разработана система источников информации для оценки стоимости портфельной компании венчурных фондов в соответствии с иерархией входных данных, представленной в МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» (табл. 7).

Таблица 7 – 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.

Анализ экономической литературы и эмпирических исследований, проведенный в диссертационной работе, продемонстрировал многообразие методов, используемых для оценки стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании). Автором аргументировано предложение о разработке системного подхода, который позволит оценить стоимость объекта венчурных инвестиций в зависимости от целевой инвестиционной стадии развития. Предложенный подход продиктован бизнес-моделью венчурного фонда: управляющий венчурным фондом предоставляет финансовую и нефинансовую поддержку портфельным компаниям, что обусловливает продвижение последних по инвестиционным стадиям развития;

портфельной компанией может стать объект венчурных инвестиций, который находится на любой из идентифицированных венчурных инвестиционных стадий развития.

В диссертационной работе обосновано, что выбор метода оценки стоимости объекта венчурных инвестиций зависит, во-первых, от доступных финансовых детерминант, которые определяются его инвестиционной стадией развития (табл. 1); во-вторых, от достижения портфельной компанией согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста, которые подтверждают ее способность продолжать экономическую деятельность в обозримом будущем.

На основе проведенного в диссертационной работе анализа профессиональной литературы, были определены контрольные точки роста объекта венчурных инвестиций в разрезе: финансовых показателей, технических показателей продукта, показателей маркетинга и продаж, операционных метрик (табл. 8). Применение предложенных 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.

Таблица 8 – 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 PBK(a), 2019. с. 43–45; IPEV, 2018, с.30-31.

Проблематика идентификации методов оценки стоимости портфельных компаний венчурного фонда была исследована в двух аспектах: 1) методов оценки стоимости в рамках

затратного, рыночного и доходного подходов («традиционных» методов); 2) специфических для венчурной индустрии методов оценки стоимости портфельных компаний («альтернативных» методов).

Сформулированное выше позволило разработать системный подход к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании) и представить его в табличном виде (табл. 9), 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 фондом контрольных точек роста;
- при достижении портфельной компанией согласованных с венчурным фондом контрольных точек роста 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 9 – Системный подход оценки стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании)

Методы оценки	**Венчурные инвестиционные стадии развития**			
	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 системный подход к оценке стоимости портфельной компании является

неотъемлемой частью алгоритма определения справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

В диссертационной работе разработана методика идентификации единицы оценки справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества), обусловленная неоднократностью раундов финансирования портфельных компаний, которые могут быть структурированы долевыми инструментами с различными правами требования:

- 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.

III. Список работ, опубликованных по теме диссертации

Работы, опубликованные в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных Ученым советом МГУ имени М.В. Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности:

1. 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. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 1,186) (1,9 п.л.).
2. 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. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 0,602) (1 п.л.)
3. 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. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 0,811) (1,5 п.л.)
4. Макушина Е.Ю., Соловьева О.В. Подходы к классификации финансовых инвестиций // Аудит и финансовый анализ. – 2021. – № 5. – с. 37–41. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 0,251) (в соавторстве 0,8 п.л., авторский вклад — 0,4 п.л.).
5. Макушина Е. Ю. Венчурное финансирование – путь к инновационной экономике в Российской Федерации // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – № 6. – с. 259–266. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 0,251) (1,2 п.л.)

Работы, опубликованные в других изданиях:

6. Макушина Е.Ю. Раскрытие информации венчурными фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества // Финансовый журнал. – 2022. – № 2. – с.143-159. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 2,466) (1,5 п.л.)
7. Макушина Е.Ю. Оценка венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности // Финансы и бизнес. – 2021. – № 4 (17). – с. 32–47. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 0,250) (1,5 п.л.)
8. 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. (двухлетний импакт-фактор РИНЦ 2021: 0,241) (1,3 п.л.)