

Модели венчурных инвестиций в России и США как основной элемент становления инновационных предприятий

Алексей Геннадьевич Филиппов¹, Елена Владимировна Груздева^{2*}

¹⁻²Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова, Москва, Россия

119991, г. Москва, ул. Ленинские горы, д. 1

E-mail: alexey.g.philippov@gmail.com, gruzdeva-msu@bk.ru

Аннотация

Цель данной работы – определение характерных элементов моделей венчурных инвестиций в контексте развития инновационных предприятий. Для этого анализируется текущее состояние и выявляются ключевые различия в моделях венчурных инвестиций в России и США, определяются слабые стороны модели венчурных инвестиций в нашей стране, на основании чего формулируются рекомендации по дальнейшему совершенствованию отечественных моделей венчурных инвестиций.

Методология проведения работы: для достижения обозначенной цели в работе были использованы методы теоретического исследования – абстрагирование, анализ и синтез. С помощью указанных методов была исследована теоретическая база моделей венчурных инвестиций и определены теоретические аспекты таких моделей, имеющие наибольшую практическую значимость; были изучены модели венчурных инвестиций в России и США, а также проведен количественный и качественный сравнительный анализ элементов, их характеризующих. Материалами для настоящей работы послужили данные, публикуемые национальными ассоциациями венчурных инвесторов и информационной базой данных венчурных компаний Pitchbook.

Результаты работы: В статье раскрывается значимость венчурных инвестиций как основного фактора, влияющего на инновационное развитие экономики России. В современных условиях венчурные инвестиции являются ключевым инструментом, способствующим доведению финансовых ресурсов до молодых инновационно-активных компаний. В работе проведено исследование теоретической базы моделей венчурных инвестиций, по результатам которого разработано и сформулировано авторское определение понятия. Проанализирована историческая динамика венчурного инвестирования в России и США, в результате чего были установлены сходства и различия следующих элементов, характеризующих модели венчурных инвестиций в этих странах: стадий развития венчурных компаний, видов инвесторов и источников венчурного финансирования, распределения венчурных инвестиций по отраслям, стратегий выхода из инвестиций и организационных формы венчурных инвестиций. На основании сравнительного анализа были сделаны выводы о слабых сторонах моделей венчурного инвестирования в России, препятствующих инновационному развитию, а также сформулированы рекомендации по их преодолению.

Выводы: В качестве выводов, полученных в результате сравнительного анализа моделей венчурных инвестиций в России и США, представлены предложения по дальнейшему совершенствованию российских моделей венчурных инвестиций.

Ключевые слова: венчурные инвестиции, инновационная деятельность, венчурный фонд, венчурный капитал, высокорискованные проекты, инновации

Конфликт интересов. Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Для цитирования: Филиппов А. Г., Груздева Е. В. Модели венчурных инвестиций в России и США как основной элемент становления инновационных предприятий // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2019. Т. 10. № 4. С. 501–515

<https://doi.org/10.18184/2079-4665.2019.10.4.501-515>

© Филиппов А. Г., Груздева Е. В., 2019



Venture Capital Investments Models in Russia and the USA as Key Factor for Development of Innovative Enterprises

Alexey G. Philippov¹, Elena V. Gruzdeva^{2*}

¹⁻² Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation

1, Leninskie gory, Moscow, 119991

E-mail: alexey.g.philippov@gmail.com, gruzdeva-msu@bk.ru

Abstract

Purpose: this article aims to determine key characteristics features of venture capital investments models in the context of the development of innovative enterprises. For this purpose the authors conducted analysis of the current state and key differences of venture capital investments models in Russia and in the USA, determined fields and ways for further improvement of domestic models of venture capital investments.

Methods: to achieve the stated goal, theoretical research methods - abstraction, analysis and synthesis were used. Adoption of these methods, led to analysis of the theoretical basis of venture capital investments models and identification of key features having the greatest practical significance. The models of venture capital investments in Russia and the USA were studied, and a quantitative and qualitative comparative analysis of the elements characterizing the models of venture capital investments was carried out. The study was based on the data published by the national associations of venture investors and the information database of venture capital companies Pitchbook.

Results: this article reveals the importance of venture capital investments as the main factor affecting the innovative development of the Russian economy. In modern conditions, venture capital investments are a key tool that helps bring financial resources to young innovatively active companies. This article summarizes results of the study of the theoretical base of venture capital investments models and the historical dynamics of venture capital investments in Russia and the USA. A comparative analysis revealed similarities and differences between the following elements, characterizing the models of venture capital investments in Russia and the USA: stages of development of venture capital companies, types of investors and sources of venture financing, distribution of venture investments by industry, exit strategies and organizational forms of venture capital investments. The paper as well summarizes fields and ways for further improvement of models of venture capital investments based on a comparative analysis.

Conclusions and Relevance: based on the conducted research and comparative analysis of venture capital investment models in Russia and the United States, the proposals for further improvement of Russian venture capital investment models were developed and presented in the article.

Keywords: venture capital investments, innovative enterprises, venture fund, venture capital, high-risk projects, innovations

Conflict of Interes. The Authors declares that there is no Conflict of Interest.

For citation: Philippov A. G., Gruzdeva E. V. Venture Capital Investments Models in Russia and the USA as Key Factor for Development of Innovative Enterprises. *MIR (Modernizatsiia. Innovatsii. Razvitie) = MIR (Modernization. Innovation. Research)*. 2019; 10(4):501–515 (In Russ.) <https://doi.org/10.18184/2079-4665.2019.10.4.501-515>

Введение

В условиях глобализации мировой экономики и ускорения научно-технического прогресса основными факторами роста конкурентоспособности национальной экономики является стимулирование инновационной деятельности и развитие научно-производственного потенциала. В России данным факторам уделяется особое внимание в рамках реализации стратегических инициатив¹ по переходу от традиционной сырьевой к инновационной экономике. В современных условиях основ-

ным источником финансирования инноваций, способным обеспечить переток капитала в развитие инновационной деятельности, являются венчурные инвестиции.

Актуальность данной работы обусловлена необходимостью проведения детализированного анализа моделей венчурного инвестирования в России и в США для формулирования выводов и разработки рекомендаций по улучшению используемых в нашей стране моделей венчурного инвестирования, в том числе, с целью повышения

¹ «Стратегия инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года» (распоряжение Правительства Российской Федерации от 8 декабря 2011 г. № 2227-р); Государственная программа Российской Федерации «Экономическое развитие и инновационная экономика» (распоряжение Правительства Российской Федерации от 29 марта 2013 г. № 467-р); Постановление о реализации «Национальной технологической инициативы» (постановление Правительства Российской Федерации от 18 апреля 2016 г. № 317); Разрабатывается «Стратегия развития рынка венчурных и прямых инвестиций на период до 2025 года и дальнейшую перспективу до 2030 года» по заказу Министерства экономического развития, при поддержке РВК и PWC

эффективности российских моделей с точки зрения максимизации доходности. В этом плане ключевым моментом представленного исследования является сравнительный анализ, который позволяет выявить особенности и характеристики моделей венчурных инвестиций в России, требующие корректировки, и использовать более успешный опыт США для их дальнейшего совершенствования.

Обзор литературы и исследований. Венчурный капитал как источник финансирования инновационной деятельности зародился в США в середине 50-х гг. XX в. Для российской экономики институт венчурного инвестирования является новым – венчурные инвестиции как категория появились 20–30 лет назад. Проблемы венчурного инвестирования и роли инновационных предприятий в развитии экономики активно освещались в конце 1990-х – начале 2000-х гг. в работах Аммосова Ю.П. [1], Каширина А.И. и Семенова А.С. [2, 3], Ревазова В.Г. и Фоломьева А.Н. [4] и других авторов.

В последние годы актуальность проблематики венчурных инвестиций и венчурного капитала приобрела особую актуальность ввиду необходимости инновационного развития российской экономики в контексте санкций. Так, проблемам венчурной индустрии и сравнительному анализу посвящены работы Трофимовой О.Е. [5], Карпенко О.А. [6], Шквариной А.В. [7], Карицкой Ю.Э. с соавторами [8], Филипповой В.В. [9], Плотникова Д.А. [10], Казаковой А.М. [11].

Также современные исследователи в своих работах уделяют большое внимание специфике, типам, роли и нормативно-правовым особенностям венчурных инвестиций. Так, в работах Касымова А.Ш. [12], Алексеева Д.С. [13], Кузнецовой А.Н. [14], Drover W., Busenitz L., Matusik S., Townsend D., Anglin A., Dushnitsky G. [15], Massimo G.C., Douglas J.C., Silvio V. [16], Da Rin M., Hellmann T.F., Puri M. [17], Da Rin M., Penas M. [18], Tsaplin E., Pozdeeva Y. [19] анализируются отдельные элементы моделей венчурных инвестиций: корпоративные и государственные венчурные инвестиции, ангельские инвестиции, бизнес-инкубаторы и акселераторы, а также исследуется влияние и связь венчурных инвестиций с развитием инновационных предприятий.

Несмотря на значительное внимание, которое уделяется проблемам венчурных инвестиций в работах отечественных исследователей, модели венчурного инвестирования требуют постоянного анализа вследствие своего непрерывного развития, что характеризует новизну данной работы.

Материалы и методы. Исследование включает в себя несколько взаимосвязанных частей, первая из которых посвящена анализу теоретических

аспектов моделей венчурных инвестиций на основе тематических публикаций последних лет, вторая – выявлению особенностей и характеристик и сравнительному анализу современных моделей венчурных инвестиций в России и США.

В процессе работы применялись методы теоретического исследования – абстрагирование, анализ и синтез. Был задействован ряд материалов теоретического и практического характера – публикации и исследования на выбранную тему, данные, публикуемые национальными ассоциациями венчурных инвесторов и информационной базой данных венчурных компаний Pitchbook.

Результаты исследования

Несмотря на всю значимость института венчурных инвестиций в становлении инновационной экономики, как в России, так и во всем мире существуют серьезные разногласия в части терминологии венчурных инвестиций и венчурного капитала. Кроме того, ввиду быстро меняющейся экономической конъюнктуры само понятие «венчурные инвестиции» эволюционировало и претерпевало существенные изменения. Так, в процессе исследования было обнаружено множество критериев и определений венчурных инвестиций.

Термин «венчурный», в дословном переводе «рисковый», связан с тем, что вложения в компании на ранних стадиях сопряжены с высоким уровнем риска, так как у инвестора отсутствуют какие-либо гарантии сохранности и роста инвестированного капитала.

В российской практике понятие «венчурные инвестиции» активно разрабатывалось в период 1990–2010-х гг., однако данные определения либо не соответствуют текущей экономической сущности венчурных инвестиций, либо не раскрывают ключевых различий между венчурными и прямыми инвестициями.

Так, на ранних этапа становления венчурных инвестиций в России в период 80–90-х гг. любые инвестиции рассматривались как венчурные в связи с тем, что в переходный период экономика России была подвержена различным рискам [20].

В настоящее время Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ) определяет венчурные инвестиции как «профессиональный капитал, инвестированный венчурным капиталистом совместно с предпринимателем для финансирования ранней стадии («семенная», «стартап») или стадии расширения предприятия. Финансирование может принимать формы покупки обыкновенных акций, конвертируемых привилегированных акций или конвертируемых долговых обязательств. В обмен на принимаемый на себя относительно высокий риск венчурные капита-

листы получают адекватное вознаграждение в виде прибыли, роялти, привилегированных акций, роста стоимости акционерного капитала и в ином виде»². В данном определении основной акцент сделан на «профессиональном» характере, высоких рисках инвестиций и формах инвестирования.

В отчетах Национальной ассоциации венчурного капитала США (National Venture Capital Association – NVCA) основной акцент при определении венчурных инвестиций делается на предоставление денежных средств профессиональных инвесторов молодым компаниям, находящимся на самых ранних этапах развития (на этапе идеи или научно-исследовательских работ), которым недоступны альтернативные источники финансирования, например, в форме банковских кредитов. К особенностям венчурного инвестирования NVCA относит возникновение синергии от непосредственного участия венчурного инвестора в стратегическом управлении компанией.

С точки зрения исследования теоретической базы и цели сформулировать авторское определение модели венчурных инвестиций для дальнейшего анализа представляется целесообразным провести обзор определения моделей венчурного инвестирования не только в России и США, но и в других странах.

Так, Европейская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (European Private Equity & Venture Capital Association – EVCA), с 2015 г. известная как Invest Europe³, трактует венчурные инвестиции как размещение капитала профессиональными фирмами при одновременном участии в управлении в частные предприятия малого и среднего бизнеса на этапах их начального развития, расширения и преобразования, при условии, что они демонстрируют значительный потенциал роста за счет технологических инноваций⁴.

Анализ опыта Великобритании показывает, что Британская ассоциация венчурного инвестирования (British Venture Capital Association – BVCA) рассматривает венчурные инвестиции как частный случай прямого инвестирования в технологические компании на ранних стадиях развития (зачастую убыточные)⁵. При этом отмечается, что компания должна обладать значительным потенциалом роста капитализации, более высоким, чем в других

сферах, чтобы компенсировать риски и неликвидный характер венчурных инвестиций.

По результатам проведенного анализа теоретической базы, а также суммируя практический опыт венчурных инвесторов, для целей данной работы определение венчурных инвестиций было сформулировано следующим образом: это «долгосрочный высокорисковый капитал, размещаемый профессиональными инвесторами при одновременном их участии в стратегическом управлении в инновационных компаниях, не котирующихся на биржах, находящихся на начальных стадиях развития и обладающих высоким потенциалом роста капитализации в результате разработки, производства, вывода на рынок и продвижения нового инновационного продукта, услуги или технологии».

Таким образом, на основании данного определения можно выделить следующие особенности, характеризующие венчурные инвестиции:

1. Инвестиции осуществляются в компании, непосредственно связанные с научно-технической и инновационной деятельностью.
2. Инвестиции осуществляются в капитал инновационных компаний часто в форме долей, акций, конвертируемых привилегированных акций, конвертируемых долговых инструментов, что позволяет инвестору принимать участие в стратегическом управлении.
3. Средний горизонт инвестирования составляет от 5-ти до 10-ти лет, что обусловлено сложностями достижения зрелой стадии. На протяжении всего периода развития венчурная компания может показывать отрицательную рентабельность.
4. Так как венчурная компания в течение долгого периода может оставаться нерентабельной, возникает потребность в дальнейшем финансировании для поддержания операционной деятельности. На практике выделяют несколько фаз жизненного цикла венчурных инвестиций. При этом разные фазы различаются по способам и источникам финансирования.
5. Доходность венчурных инвестиций должна быть существенно выше доходности прямых инвестиций.

² Глоссарий венчурного предпринимательства / ПАБИ. 2011 г. с. 268. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Glossary-2011/>

³ URL: <https://globalcorporateventuring.com/evca-rebrands-as-invest-europe/>

⁴ URL: <https://www.investeurope.eu/media/1011/little-book-of-private-equity.pdf>

⁵ URL: <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital>

Связь с научно-технической и инновационной деятельностью объектов венчурного инвестирования является определяющим фактором дальнейшего роста стоимости венчурных инвестиций и максимизации дохода инвестора. Инновационный характер подразумевает осуществление деятельности компании в большом или быстро развивающемся сегменте рынка в условиях отсутствия или низкой конкуренции и возможности экстенсивного роста. В связи с этим венчурные инвесторы заинтересованы в компаниях, разрабатывающих принципиально новые продукты, которые формируют новые рынки.

Ожидания инвесторов высокой нормы доходности на венчурные инвестиции обусловлены тем, что инвестирование в компании, находящиеся на ранних стадиях развития, сопряжено со значительными рисками. По данным исследований Эми Кнауп и Мериссы Пьяцца [21, 22], проведенных в отношении более чем 8,9 млн компаний, зарегистрированных в США в 1998 г., только 44% компаний смогли продолжить свою деятельность спустя 4 года с момента основания, и 31% – спустя 7 лет. В связи с этим венчурные инвесторы ожидают более высокую норму доходности по сравнению с традиционными инвестиционными инструментами, чтобы компенсировать свои риски.

Еще одной особенностью венчурных инвестиций является участие инвестора в стратегическом управлении. В последнее время на практике роль венчурного инвестора ограничивается 3-мя действиями: 1) поиск и осуществление инвестиции; 2) мониторинг текущего портфеля; 3) выход из инвестиции. Однако для максимизации будущей доходности необходим синергетический эффект от финансовой составляющей и человеческого капитала инвестора: деловых связей, опыта, знания рынков и отраслей и т.д., что обуславливает необходимость участия инвестора в стратегическом управлении компанией.

Большинство работ, посвященных моделям венчурных инвестиций, делают акцент на организационные формы, стадии инвестирования и отраслевую дифференциацию объектов венчурного инвестирования [23, 24, 25]. В данной работе предлагается рассматривать модель венчурных инвестиций как единую систему, характеризующую и описывающую венчурные инвестиции с точки зрения объекта инвестирования (стадии, отраслевой структуры) и инвестора (видов и целей инвесторов, организационных форм,

источников инвестиций, раунда инвестиций).

Сравнительный анализ моделей венчурного инвестирования в США и России, в соответствии с поставленными целями, будет проводиться по следующим критериям:

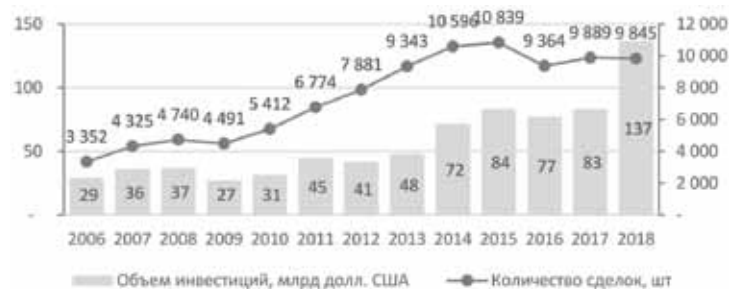
- 1) сравнительный анализ рынка венчурных инвестиций в России и США;
- 2) стадии развития венчурных компаний, в которые осуществляются инвестиции;
- 3) распределение венчурных инвестиций по отраслям;
- 4) виды инвесторов и структура источников венчурного финансирования;
- 5) используемые инвесторами стратегии выхода из инвестиций;
- 6) организационно-правовые формы венчурных инвестиций.

С середины 1950-х гг. до настоящего времени абсолютным лидером в области венчурных инвестиций являются США. После кризиса «доткомов» в начале 2000 г., связанного с волной банкротств интернет-компаний, финансирование которых осуществлялось преимущественно за счет венчурного капитала, объем венчурных инвестиций в экономику США постепенно восстанавливался. В 2009 г. снижение объема венчурных инвестиций было связано с волной кризисных явлений в мировой экономике. В связи с этим стоит отметить высокую чувствительность венчурных инвестиций к кризисным явлениям – в условиях высокой неопределенности, вызванной экзогенными факторами, инвесторы менее склонны к риску.

По данным PriceWaterhouseCoopers, в 2018 г. объем венчурных инвестиций в США достиг своего пика с момента кризиса 2000 г., в основном за счет роста числа раундов с чеком свыше 100 млн долл. США и развития отрасли искусственного интеллекта⁶ (рис. 1).

Рынок венчурных инвестиций в России сильно отстает от рынка США как по объему инвестиций, так и по количеству сделок. Аналогично американскому, отечественный рынок в значительной степени подвержен кризисным явлениям мировой и национальной экономики. Спад в 2013–2016 гг. был обусловлен геополитическим кризисом, вве-

⁶ PwC / CB Insights MoneyTree™ Report Q4 2018. URL: https://www.cbinsights.com/reports/CB-Insights_MoneyTree-Q4-2018.pdf?utm_campaign=moneytrees-q4_2018&utm_medium=email&hsenc=p2ANqtz-9BvNzY30oUb_WdlulWgaYylt_oIZYuYogdpcULXIVz4-Gc543R7hH2PhA5UNZ5LKPbAiR0VzHUGgc2xb6za-qVREKVsiic8Fk_WYmpzpFjT6U0Gc&_hsmt=68759864&utm_content=68759864&utm_source=hs_automation&hsCtaTracking=5feda29b-5bec-46d2-ae97-745cddae2427%7C57bef92b-7f7e-4cb8-b1b2-10c5a84ba6a1 (дата обращения 03.07.2019)

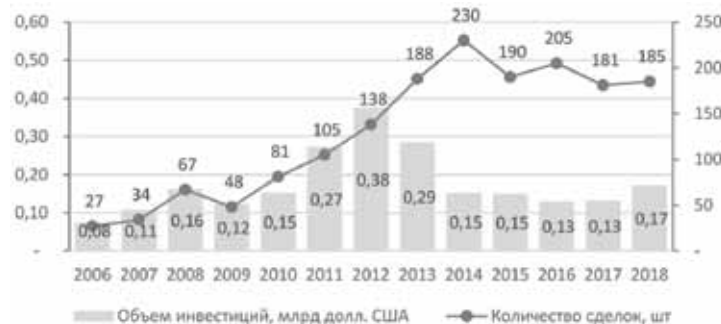


Разработано авторами по материалам: PitchBook Data Inc., National Venture Capital Association (NVCA) / Venture monitor 2Q 2019. URL: <https://www.svb.com/trends-insights/reports/venture-report/2q-2019-report> (дата обращения 03.07.2019)

Рис. 1. Динамика венчурных инвестиций в США в 2006–2018 гг.

Developed by the authors based: PitchBook Data Inc., National Venture Capital Association (NVCA). Venture monitor 2Q 2019. URL: <https://www.svb.com/trends-insights/reports/venture-report/2q-2019-report> (accessed 03.07.2019)

Fig. 1. Dynamics of venture investments in the USA in 2006–2018



Разработано авторами по материалам: Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2006–2018 гг. / Аналитические сборники РАВИ 2004–2019. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/> (дата обращения 03.07.2019)

Рис. 2. Динамика венчурных инвестиций в России в 2006–2018 гг.

Developed by the authors based: Direct and venture investments outlook for 2006–2018 / RAVI Yearbook. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/> (accessed 03.07.2019)

Fig. 2. Dynamics of venture investments in Russia in 2006–2018

дением санкций и, как следствие, закрытием зарубежных рынков капитала.

В 2017 г. рынок венчурных инвестиций в России начал стабилизироваться, а в 2018 г. был зафиксирован небольшой рост (рис. 2). При этом основным драйвером восстановления рынка является участие государства – около 25% всех венчурных фондов на российском рынке приходится на фонды с участием государственного ка-

питала, на долю которых приходится 19% венчурных инвестиций от общего объема за 2018 г.⁷

Таким образом, развитие венчурных инвестиций в России нельзя назвать стремительным. В отличие от стран-лидеров по объему венчурного инвестирования (как, например, США) венчурные инвестиции в России только начинают осваивать рынки. Тем не менее, несмотря на сложную экономическую ситуацию последних лет (введение санкций, ограничение доступа к рынкам капитала, ослабление национальной валюты), в России рынок венчурных инвестиций начинает постепенно восстанавливаться, образуются новые фонды, растет число отечественных инновационных предприятий.

На практике и в соответствии с исследованиями экспертов в области венчурных инвестиций [26] традиционно выделяют следующие стадии развития венчурных компаний:

1. Посевная и ангельская:
 - 1.1. Pre-Seed (предпосевная) – выделяется не всеми исследователями;
 - 1.2. Seed (посевная);
2. Начальные стадии:
 - 2.1. Start-Up (начальная);
 - 2.2. Early stage (ранняя);
 - 2.3. Expansion (расширение);
3. Поздние стадии:
 - 3.1. Restructuring (реструктуризация);
 - 3.2. Mezzanine (промежуточная «мезанинная») – выделяется не всеми исследователями;
 - 3.3. Exit / IPO (выход / первичное размещение).

В своих работах не все исследователи выделяют стадию Pre-Seed. Ее основной характеристикой является то, что проект или компания находятся на стадии идеи, и инвестиции в этот момент представляют собой небольшие по суммам вложения. Тем не менее, данная стадия чрезвычайно важна в контексте создания инновационных предприятий и является первым элементом в цепочке их становления «фун-

⁷ Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2006–2018 гг. / Аналитические сборники РАВИ 2004–2019. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/> (дата обращения 03.07.2019)

даментальные исследования – прикладные исследования – продукт». Инвестиции здесь направлены на анализ технических возможностей воплощения идеи, на проведение научно-исследовательских работ, разработку прототипа, тестирование технологии или прототипа на жизнеспособность. Однако для большинства инвесторов проекты на данной стадии не являются привлекательными, а инвестирование экономически обоснованным, поскольку для инвестора значение имеет только реализация, а сама идея ничего не стоит. Это также подтверждается статистическими данными. Так по анализу ФРИИ⁸ и опросам инвесторов более 90–95% проектов на стадии Pre-Seed не доживают до следующей, поэтому основными инвесторами выступают так называемые «3F» – «Friends, Family, Fools» (в дословном переводе «друзья, семья, дураки»).

Средний срок «созревания» венчурных компаний, от посева до выхода, в США составляет примерно 5–10 лет. При этом основной рост стоимости венчурной компании происходит на стадии «расширения». Таким образом, максимальную доходность (при наиболее высоких рисках) обеспечивают инвестиции на посевной и начальных стадиях. Доходность инвестиций в компании на поздних стадиях хоть и выше, чем доходность РЕ – инвестиций, но сопоставима с ними по порядку цифр. Венчурные инвестиции на поздних стадиях могут приносить высокую доходность только в случае заниженной стоимостной

оценки компании рынком и в случае реализации синергии от участия инвестора в корпоративном управлении.

Результаты сравнительного анализа, проведенного автором по стадиям развития компаний, в которые осуществляются венчурные инвестиции, представлены на рис. 3. и рис. 4.

Отличительной особенностью модели венчурных инвестиций в США является преобладание инве-



Разработано авторами по материалам: PitchBook Data Inc., National Venture Capital Association (NVCA) / Venture monitor 2Q 2019. URL: <https://www.svb.com/trends-insights/reports/venture-report/2q-2019-report> (дата обращения 03.07.2019)

Рис. 3. Распределение венчурных инвестиций по стадиям, к общему объему инвестиций в США, %

Developed by the authors based: PitchBook Data Inc., National Venture Capital Association (NVCA). Venture monitor 2Q 2019. URL: <https://www.svb.com/trends-insights/reports/venture-report/2q-2019-report> (accessed 03.07.2019)

Fig. 3. Structure of venture investments in the USA by stage, % of the total volume



Разработано авторами по материалам: Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2006–2018 гг. / Аналитические сборники РАВИ 2004–2019. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/> (дата обращения 03.07.2019)

Рис. 4. Распределение венчурных инвестиций по стадиям⁹, к общему объему инвестиций в России, %

Developed by the authors based: Direct and venture investments outlook for 2006–2018 / RAVI Yearbook. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/> (accessed 03.07.2019)

Fig. 4. Structure of venture investments in Russia by stage, % of the total volume

стиций в компании на ранних стадиях развития (посевной и ангельской) в общем объеме венчурных инвестиций, что способствует реализации научно-технического потенциала и развитию инновационных компаний.

В России доля венчурных инвестиций в компании на ранних стадиях исторически находится на низком уровне. Это происходит в силу того, что инвесторы не готовы принимать столь высокий уровень риска и не обладают необходимым уровнем технической

⁸ Путь стартапа / ФРИИ. 2015 г. URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf

⁹ В соответствии с методологией РАВИ в статистику компаний поздней стадии включаются данные по РЕ-сделкам. В связи с этим данная стадия исключалась из анализа.

квалификации для оценки перспектив компаний и проектов на таких стадиях, а основатели не обладают должным опытом в продвижении своих идей и в привлечении финансирования.

Также по результатам анализа необходимо отметить существенное различие в распределении венчурных инвестиций по отраслям. В США основной объем венчурных инвестиций (около 60% в среднем за последние 5 лет) приходится на наукоемкие и технологичные отрасли – ПО, фармацевтику и биотехнологии, здравоохранение (рис. 5). В России на перечисленные отрасли в среднем за последние 5 лет приходилось только 13% от общего объема венчурных инвестиций (рис. 6). Низкий объем венчурных инвестиций в наукоемкие и высокотехнологичные отрасли, а также в компании на ранних стадиях развития (посевной и ангельской) является существенным фактором, препятствующим инновационному развитию в России.

Специфическим элементом венчурных инвестиций является венчурный инвестор. В настоящий момент отсутствует единая сквозная классификация венчурных инвесторов. Традиционно они рассматриваются с точки зрения широты интересов (универсальные, специализированные), размера, стадии инвестирования и организационно-правовой формы. На практике большую значимость имеют цели инвестирования, которые определяют

остальные характеристики венчурного инвестора.

Несмотря на то, что главной задачей любого инвестора является максимизация доходности, или, иными словами, прибыли, получаемой инвестором при выходе из инвестиции, на рынке венчурных инвестиций в последнее время появляются стратегические инвесторы. Основное отличие их от традиционных, которые стимулируют развитие инновационных компаний в целом, в том, что стратегический инвестор заинтересован в развитии определенных технологий или продуктов.

В таком случае максимизация доходности, в том числе, может принимать форму экономии на расходах инвестора в результате получения доступа к технологии или продукту, которые разрабатываются венчурной компанией. Говоря иначе, венчурное инвестирование в стратегических целях представляет собой, по сути, форму аутсорсинга научно-исследовательской деятельности, что позволяет такому инвестору экономить собственные ресурсы. В роли стратегических инвесторов обычно выступают крупные корпорации, стремящиеся максимизировать будущие выгоды за счет синергии от использования разрабатываемой технологии.

В зависимости от стадии, на которой венчурный инвестор осуществляет свои инвестиции, можно соответствующим образом классифицировать инвесторов, как показано на рис. 7.



Разработано авторами по материалам: PitchBook Data Inc., National Venture Capital Association (NVCA) / Venture monitor 2Q 2019. URL: <https://www.svb.com/trends-insights/reports/venture-report/2q-2019-report> (дата обращения 03.07.2019)

Рис. 5. Распределение венчурных инвестиций по отраслям за 2014–2018 гг., к общему объему инвестиций в США, %

Developed by the authors based: PitchBook Data Inc., National Venture Capital Association (NVCA). Venture monitor 2Q 2019. URL: <https://www.svb.com/trends-insights/reports/venture-report/2q-2019-report> (accessed 03.07.2019)

Fig. 5. Structure of venture investments in the USA by industry in 2014–2018, % of the total volume

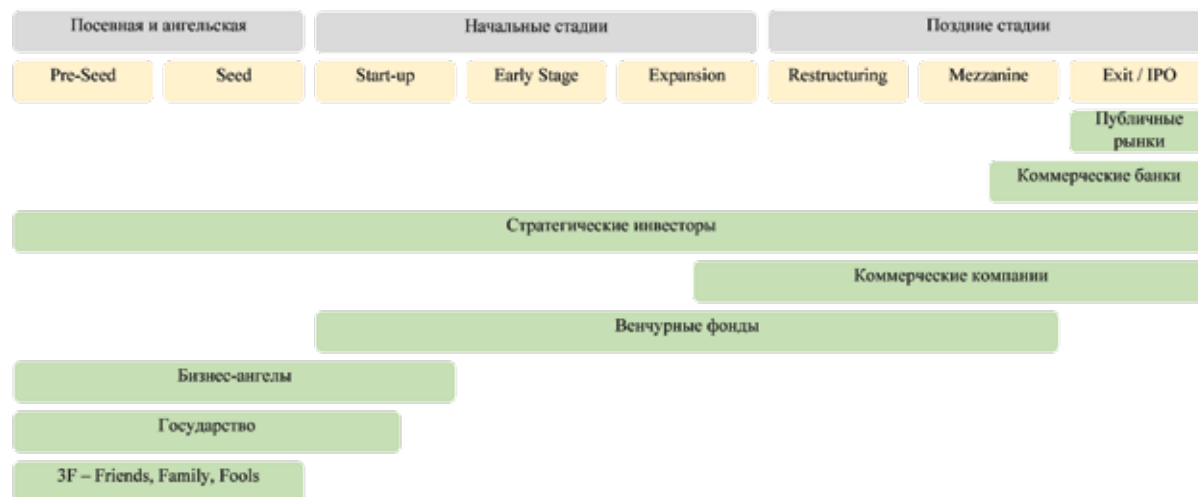


Разработано авторами по материалам: Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2006–2018 гг. / Аналитические сборники РАВИ 2004–2019. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/> (дата обращения 03.07.2019)

Рис. 6. Распределение венчурных инвестиций по отраслям, к общему объему инвестиций в России за 2014–2018 гг., %

Developed by the authors based: Direct and venture investments outlook for 2006–2018 / RAVI Yearbook. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/> (accessed 03.07.2019)

Fig. 6. Structure of venture investments in Russia by industry in 2014–2018, % of the total volume



Разработано авторами.

Рис. 7. Классификация венчурных инвесторов в зависимости от стадии инвестирования

Developed by the authors.

Fig. 7. Venture investor classification by stage

Основными инвесторами для компаний на ранних стадиях выступают «Friends, Family, Fools», государство и бизнес ангелы. Главной особенностью инвестиций на ранних стадиях является небольшой чек,

интуитивный характер принятия решений и личная заинтересованность. «Friends, Family, Fools» – это люди, связанные с основателями и лично заинтересованные в успехе проекта, а также частные инве-

сторы, которых удалось привлечь. В эту же категорию инвесторов можно отнести частных лиц, инвестирующих посредством платформ краудфандинга, набравших популярность в 2010-х годах.

Так называемые «бизнес-ангелы» – частные лица, имеющие капитал и являющиеся профессионалами в области бизнеса (предприниматели, высокооплачиваемые специалисты, руководители высшего звена). Основным критерием для них является личная заинтересованность в проекте, сформированная на основании персонального опыта и экспертизы. Стоит также отметить, что, несмотря на небольшой чек, бизнес-ангелы стремятся максимизировать свои выгоды – получить контроль или значительную долю в бизнесе, дивиденды, права на интеллектуальную собственность и т.д.

На ранних стадиях в качестве инвестора может также выступать государство. Однако данные инвестиции зачастую представлены в форме грантов и субсидий, и часто носят безвозмездный характер.

Также в качестве отдельной категории инвесторов иногда выделяют бизнес-инкубаторы. Тем не менее, основной задачей инкубаторов является поддержка компаний на начальных этапах: осуществление наставнических функций, предоставление консалтинговой и информационной помощи, помощь в установлении связей с инвесторами и потенциальными клиентами, предоставление офисных помещений на безвозмездной основе и т.д., но не осуществление инвестиций как таковых. Во многих странах инкубационные программы финансируются из региональных или национальных бюджетов в рамках общей стратегии экономического развития.

На более поздних стадиях основными инвесторами являются венчурные фонды. По своей сути они представляют собой обособленный механизм коллективного инвестирования, в рамках которого пул инвесторов консолидирует свои средства в единый фонд, непосредственно формирующий портфель венчурных инвестиций с учетом диверсификации рисков с целью получения более высокой доходности, чем в среднем по рынку. Традиционно в организационной структуре венчурных фондов выделяют учредителей фонда (так называемые генеральные партнеры – GP) и инвесторов, на которых они ориентированы (партнеры с ограниченной ответственностью – LP). LP могут являться состоятельными людьми, семейными офисами, крупными корпорациями, благотворительными фондами, пенсионными фондами или фондами фондов. Основное отличие GP от LP заключается в том, что LP участвует только деньгами в пределах заявленного при подписании фонда лимита, а GP инвестирует лишь небольшую долю, 1–3% от объема фонда,

но отвечает за управление фондом и принятие решений. В качестве вознаграждения за управление фондом GP получает процент от будущих доходов от выхода из инвестиций (carry interest).

В целом организационно-правовым аспектам, а также вопросам распределения доходов посвящено множество работ. В контексте данной работы стоит подчеркнуть ключевые особенности венчурных фондов России и США.

Распространенной организационной формой венчурных фондов в США является договорное объединение или товарищество – Limited Partnership. Что касается российской практики, то отечественное законодательство предусматривает отдельную организационно-правовую форму венчурных фондов – договор инвестиционного товарищества. Эта структура практически полностью копирует структуру LP-GP, распространенную в США.

Российской спецификой является то, что ключевые инвесторы LP часто являются также участниками или учредителями GP, благодаря чему такие LP получают дополнительный доход на свои инвестиции за счет получения части carry interest. Хотя такая особенность отечественной практики и может заключать в себе риски в вопросах нарушения независимости и конфликта интересов для инвесторов, в целом, в контексте инновационного развития экономики, это не является критичным.

Среди коммерческих инвесторов также популярна схема, когда компания создает отдельное дочернее предприятие (например, в форме ООО), которое непосредственно осуществляет и консолидирует инвестиции.

Еще одной особенностью российских венчурных фондов является высокая доля фондов с так называемым First-time GP – генеральных партнеров, впервые самостоятельно собирающих фонд. Данное явление обусловлено в основном тем, что у большинства GP, управляющих несколькими фондами, все еще не подведены финальные итоги инвестиций их первого фонда, или же First-time GP запускают одновременно несколько фондов.

На самых поздних стадиях, когда риски венчурных инвестиций уменьшаются, в качестве инвесторов могут также выступать банки, например, в форме акционерного или кредитного мезонина.

Виды и цели инвесторов в моделях венчурных инвестиций в России и США практически не различаются. Небольшие отличия обусловлены сложившейся спецификой ведения бизнеса и не являются критичными для инновационного развития экономики.

Еще одним значимым элементом модели венчурного инвестирования являются источники венчур-

ного финансирования. Венчурный капитал может финансироваться за счет различных источников: частных лиц, корпораций, банков, государства, пенсионных фондов, страховых компаний.

В США основным источником венчурного капитала являются корпорации, пенсионные фонды и страховые компании, а государственное участие носит косвенный характер.

Инвестирование пенсионных накоплений в венчурные фонды в России, напротив, запрещено на законодательном уровне – в соответствии со статьей № 26 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» № 111-ФЗ от 24.07.2002 г. Различные инициативы по размещению пенсионных накоплений в венчурных фондах в последнее время в нашей стране выдвигаются регулярно, однако на текущий момент приняты не были. В России основными источниками венчурных инвестиций являются частные инвесторы – состоятельные и ультра-состоятельные люди (HNWI и UHNWI), а также государство.

Особенностью венчурных инвестиций является то, что инвестор, за исключением стратегических инвесторов, входит в состав акционеров только в течение ограниченного промежутка времени. Пока инвестиция остается в составе портфеля, рост капитализации портфельной компании является, по сути, «нереализованным». Потенциальные выгоды от роста капитализации под управлением венчурного инвестора «реализуются» в момент продажи портфельной инвестиции или так называемого выхода.

В бизнес-сообществе традиционно выделяют три стратегии выхода:

- 1) публичное размещение акций (IPO / SPO);
- 2) продажа стратегическому инвестору;
- 3) продажа финансовому инвестору.

Кроме стратегий выхода, которые обычно подразумевают успешную реализацию актива и получение доходности (или убытка) на инвестицию, существует ряд более специфических сценариев выхода из портфельных инвестиций. К числу таких сценариев относятся:

1. Списание инвестиции – по сути, признание ошибки венчурного инвестора, предполагает полную потерю инвестированного капитала. Данный подход является крайней мерой в случае, если инвестор несет убытки от вложенных инвестиций, а сама компания не имеет перспектив, либо если инвестору не удастся реализовать данный актив даже с большим дисконтом. Списание может осуществляться в форме ликвидации или передачи актива в доверительное управление.

2. Обратный выкуп – продажа инвестором своей доли топ-менеджменту или основателям компании. Данный подход интересен в случае, когда рынок консервативно оценивает перспективы компании, но менеджмент или основатели сохраняют заинтересованность и видят дальнейшие перспективы развития или стремятся вернуть контроль над компанией.

Также, в зависимости от целей и типа венчурного инвестора, в отдельных случаях венчурным инвестором может приниматься решение о частичном выходе. В целом, по результатам анализа не было выявлено существенных отличий в сценариях выхода в российской и американской моделях. Однако стоит отметить, что в российской практике выход из венчурных инвестиций в форме IPO практически не применяется, в силу отсутствия развитого рынка: так, по данным РАВИ за период 2015–2018 гг. ни одна российская венчурная компания не вышла на IPO. Основной объем выходов осуществляется в форме продажи финансовому инвестору. Для сравнения, за аналогичный период, по данным NVCA, доля выходов в формате IPO в среднем составляла 8–10%.

Выбор организационно-правовой формы зависит от ряда факторов [27]:

- 1) юрисдикции, в которой находится венчурный капитал;
- 2) вида инвестора и наличия прямых ограничений на инвестирование (например, существующих для банков, пенсионных фондов, государственных компаний и т.д.) или косвенных (особенности отражения инвестиций в учете, ликвидности, необходимости создания резервов на капитал и т.д.);
- 3) наличия налоговых нюансов: отсутствия двойного налогообложения по юрисдикции и по уровням фонда и инвестора;

На практике выделяют 3 принципиально отличающиеся организационные формы:

- 1) венчурный фонд – юридическое лицо (корпорация);
- 2) фонд на основе имущества в доверительном управлении (траст);
- 3) объединение на основе договора о совместной деятельности (товарищество).

Фонд в форме юридического лица (корпорации) обычно организован в форме корпорации (в США), акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью (в России). Капитал инвестируется в корпорацию, которая формирует портфель и затем распределяет прибыль среди участников. В таком случае GP и фонд яв-

ляются одним и тем же лицом. Ключевым недостатком данной формы является то, что корпорация попадает под полное налогообложение в соответствии с законодательством юрисдикции, в которой находится.

Траст на основании договора доверительного управления имуществом организуется в форме паевого инвестиционного фонда. В рамках траста капитал передается инвесторами управляющей компании в управление с заранее оговоренными ограничениями. Инвестиции и распределение прибыли осуществляется управляющей компанией. На практике такая форма не является популярной, поскольку учредитель траста не сохраняет права на передаваемое имущество в полном объеме, при условии, что управляющий соблюдает правила управления; если же учредитель сохраняет за собой права на управление имуществом, то возникает риск изъятия имущества из управления.

Объединение на основе договора о совместной деятельности – ограниченное товарищество (США) или инвестиционное товарищество (Россия). Оно организовано по следующему принципу: денежные средства передаются инвесторами непосредственно или через фонд стартапам по указанию управляющей компании. Прибыль распределяется напрямую адресатам. Значительным преимуществом данной формы является отсутствие налогообложения.

Наибольшее распространение в России и США получили фонды в форме корпораций и объединения на основе договора о совместной деятельности.

Выводы

В результате проведенного сравнительного анализа особенностей и характеристик моделей венчурных инвестиций в России и США можно выделить следующие характерные различия, а также пути преодоления данных различий в российской модели венчурных инвестиций для ускорения инновационного развития экономики страны.

Во-первых, для российской модели, в отличие от США, характерен низкий уровень венчурных инвестиций на ранних стадиях (ангельской и посевной). Это, вкупе с низким объемом инвестиций в научные исследования и разработки в России, препятствует развитию технологий и реализации инновационного потенциала нашей страны. Кроме того, спецификой отечественной модели венчурных инвестиций является низкий уровень венчурных инвестиций в наукоемкие и высокотехнологичные отрасли, что является свидетельством низкой развитости венчурного рынка в России.

Во-вторых, ввиду низкой развитости венчурного рынка в России, значительную роль в инвестициях в

компании на ранних стадиях играет государство, в то время как в США основная доля инвестиций в компании на ранних стадиях приходится на частный капитал. Низкая доля частного капитала в инвестициях в венчурные проекты на ранних стадиях развития существенно замедляет инновационное развитие.

Как было отмечено ранее, основными причинами этого является:

- 1) неготовность инвесторов принимать высокий уровень риска;
- 2) отсутствие у инвесторов необходимой технической квалификации;
- 3) отсутствие у венчурных предпринимателей опыта в продвижении своих идей и в привлечении финансирования.

Для стимулирования частных инвестиций в компании на ранних стадиях развития, как и в наукоемкие отрасли, рекомендуется использовать комплекс мер на основании опыта США:

- 1) создание программ акселерации и инкубации при поддержке государства и частного капитала для поддержки венчурных предпринимателей;
- 2) создание научно-технологических инновационных кластеров на базе ведущих университетов;
- 3) использование налоговых и иных льгот для инвесторов и венчурных предпринимателей для стимулирования венчурных инвестиций в определенных отраслях.

В-третьих, исходя из опыта США, существенным ограничением развития рынка венчурных инвестиций является запрет на доступ капитала пенсионных и страховых компаний. В качестве рекомендаций по данному вопросу можно выделить необходимость проведения сравнительно-правового анализа норм законодательства, применяемого в данной сфере за рубежом, и адаптации лучших практик в российском законодательстве.

Кроме того, ключевыми проблемами, на которые стоит обратить внимание для скорейшего развития венчурных инвестиций в контексте становления инновационной экономики, являются недостаточное количество квалифицированных управляющих венчурными инвестициями, ограничения в источниках венчурного капитала, наличие недоработок нормативно-законодательной базы.

В условиях неблагоприятной макроэкономической обстановки, в условиях, когда не приходится ожидать значительного притока инвестиций в российские венчурные компании со стороны зарубежных инвесторов, чрезвычайно важно совершенствовать собственную модель венчурных инвестиций с учетом зарубежного опыта. Преодоление пере-

численных выше препятствий является объективной необходимостью, диктуемой переходом к инновационной экономике.

Список литературы

1. Аммосов Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков до современности. Монография. СПб.: Феникс, 2005. 372 с. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=19805357&>
2. Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности // Инновации. 2006. № 1. С. 29–37. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=12915308> (дата обращения 02.07.2019)
3. Семенов А.С., Каширин А.И. Проблема современного этапа инновационного развития России – дефицит финансирования на «посевной» стадии // Инновации. 2007. № 9. С. 16–18. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=12898863> (дата обращения 02.07.2019)
4. Фолюшев А.Н., Ревазов В.Г. Инновационное инвестирование. СПб.: Наука, 2001. 182 с. URL: <https://search.rsl.ru/ru/record/01000740059>
5. Трофимова О.Е. Венчурные инвестиции в России как важный элемент перехода к инновационной экономике в условиях санкций // Проблемы прогнозирования. 2017. № 4(163). С. 53–62. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=32236975&> (дата обращения 02.07.2019)
6. Карпенко О.А. Рынок венчурных инвестиций в России: основные участники, проблемы развития. // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. 2014. № 25. С. 113–115. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=21377876&> (дата обращения 02.07.2019)
7. Шкварина А.В. Венчурная индустрия России: современное состояние и перспективы развития // Успехи современной науки. 2017. № 3. С. 85–88. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=29119042> (дата обращения 02.07.2019)
8. Карицкая Ю.Э., Семибратова Е.С., Пинигин С.А. Венчурные фонды в России и за рубежом. Проблемы и пути их решения // Молодежь и наука. 2015. № 2. С. 25. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=23906402> (дата обращения 03.07.2019)
9. Филиппова В.В. Венчурный капитал и венчурное финансирование: мировой опыт и российская практика // Новая наука: проблемы и перспективы. 2016. № 121-1. С. 216–218. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=28096488> (дата обращения 02.07.2019)
10. Плотников Д.А. Венчурный бизнес: опыт США // Инновационная деятельность. 2009. № 2(7). С. 62–68. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=12858260> (дата обращения 04.07.2019)
11. Казакова А.М. Венчурный капитал в российской экономике и перспективы его развития // Парадигма. 2016. № 2. С. 324–328. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=26999145> (дата обращения 02.07.2019)
12. Касымов А.Ш. Корпоративные венчурные инвестиции. // Вестник московского университета. Сер. 21: Управление (Государство и общество). 2014, № 4. С. 73–88. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=22251766> (дата обращения 06.07.2019)
13. Алексеев Д.С. Венчурный капитал: понятие и его разграничение на реальный и фиктивный // Проблемы современной экономики. 2016. № 3(59). С. 59–62. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=27321690> (дата обращения 08.07.2019)
14. Кузнецова А.Н. Особенности государственно-правового регулирования венчурных (высокорисковых) инвестиций в России // Юридическая наука. 2015. № 2. С. 103–105. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=23265665> (дата обращения 02.07.2019)
15. Drover W., Busenitz L., Matusik S., Townsend D., Anglin A., Dushnitsky G. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators // Journal of management. 2017. № 43(6). <https://doi.org/10.1177/0149206317690584>
16. Massimo G.C., Douglas J.C., Silvio V. Governmental venture capital for innovative young firms // The Journal of Technology Transfer. 2016. № 41(1). P. 10–24. <https://doi.org/10.1007/s10961-014-9380-9>
17. Da Rin M., Hellmann T.F., Puri M. A survey of venture capital research // The national bureau of economic research. 2011. Working Paper № 17523. <https://doi.org/10.3386/w17523>
18. Da Rin M., Penas M.F. The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies // The national bureau of economic research. 2007. Working Paper № 13636. <https://doi.org/10.3386/w13636>
19. Tsaplin E., Pozdeeva Y. International Strategies of Business Incubation: The USA, Germany and Russia // International Journal of Innovation. 2017. № 5(1). P. 32–45. URL: <https://ssrn.com/abstract=2994138> (дата обращения 11.07.2019)
20. Мичурина О.Ю., Вранович Е.В. Экономическая сущность венчурного инвестирования // Вестник АГТУ. Сер. Экономика. 2015. № 3. С. 12–19. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=24305006> (дата обращения 10.07.2019)
21. Knaup A.E. Survival and longevity in the Business Employment Dynamics data // Monthly Labor Review. May 2005. P. 50–56. URL: <https://www.bls.gov/opub/mlr/2007/09/art1full.pdf> (дата обращения 12.07.2019)
22. Knaup A.E., Piazza M.C. Business Employment Dynamics data: survival and longevity, II. // Monthly Labor Review. September 2007. P. 3–10. URL: <https://www.bls.gov/opub/mlr/2007/09/art1full.pdf> (дата обращения 12.07.2019)
23. Ларионов Н.А. Российская модель венчурного финансирования: состояние и пути развития // Вестник СГСЭУ. 2014. № 2(51). С. 91–96. URL: <https://>

- elibrary.ru/item.asp?id=22907300 (дата обращения 22.07.2019)
24. Кузнецова М.Н. Модели венчурного финансирования в развитых странах: методологический аспект // Вестник УРФУ. Сер.: Экономика и управление. 2013. № 2. С. 123–133. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=19435220> (дата обращения 15.07.2019)
25. Gompers P., Gornall W., Kaplan S.N., Strebulaev I.A. How do venture capitalists make decisions // The national bureau of economic research. 2016. Working Paper № 22587. <https://doi.org/10.3386/w22587>
26. Каширин А.И. Венчурное инвестирование в России / А.И. Каширин, А.С. Семенов. М.: Вершина, 2007. 320 с. URL: <https://spbib.ru/en/catalog/-/books/4037499-venchurnoe-investirovanie-v-rossii>
27. Янковский Р.М. Организационно-правовые формы венчурного инвестирования (часть 1): структуры венчурных фондов // Право и экономика. 2017. № 6. С. 52–59. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=29810662> (дата обращения 15.07.2019)

Поступила в редакцию: 27.09.2019; одобрена: 17.10.2019; опубликована онлайн: 30.12.2019

Об авторах:

Филиппов Алексей Геннадьевич, аспирант, экономический факультет, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова (119991, г. Москва, ул. Ленинские горы, д. 1), Москва, Российская Федерация, ORCID: 0000-0002-5258-8577, alexey.g.philippov@gmail.com

Груздева Елена Владимировна, доцент кафедры экономики инноваций, экономический факультет, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова (119991, г. Москва, ул. Ленинские горы, д. 1), Москва, Российская Федерация, кандидат экономических наук, доцент, ORCID: 0000-0002-2941-5424, gruzdeva-msu@bk.ru

Вклад соавторов:

Груздева Е. В. – научное руководство и корректура статьи, формирование общей концепции и организации научного исследования. Филиппов А. Г. – описание используемого метода, результатов исследования и обобщение результатов.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

References

1. Ammosov Yu.P. Venture capitalism: from the beginnings to the present. Monograph. St. Petersburg: Phoenix, 2005. 372 p. (In Russ.)
2. Semenov A.S., Kashirin A.I. Venture financing of innovative activities. *Innovatsii = Innovations*. 2006; (1):29–37 (In Russ.)
3. Semenov A.S., Kashirin A.I. A problem of modern innovative development of Russia is a lack of financing of «seed» investments. *Innovatsii = Innovations*. 2007; (9):16–18 (In Russ.)
4. Folom'ev A.N., Revazov V.G. Innovative investing. St. Petersburg: Science, 2001. 182 p. (In Russ.)
5. Trofimova O.E. Venture investments in Russia as a key element of transition towards innovative economy under sanctions. *Problemyi prognozirovaniya = Forecasting Issues*. 2017; 4(163):53–62 (In Russ.)
6. Karpenko O.A. Venture capital market in Russia: key players, development issues. *Sovremennye tendentsii v ekonomike i upravlenii: noviy vzglyad = New trends in economics and management: new outlook*. 2014; (25):113–115 (In Russ.)
7. Shkvarina A.V. Venture industry in Russia: current state and prospects. *Uspekhi sovremennoi nauki = Modern science's success*. 2017; 3:85–88 (In Russ.)
8. Karitskaya U.E., Semibratova E.S., Pinigin S.A. Venture funds in Russia and abroad. *Problems and solutions. Molodeg i nauka = The youth and science*. 2015; (2):25 (In Russ.)
9. Philippova V.V. Venture capital and venture investing: global experience and Russian practice. *Novaya nauka: Problemy i perspektivi = New science: problems and perspectives*. 2016; (121-1):216–218 (In Russ.)
10. Plotnikov D.A. Venture business: the USA experience. *Innovatsionnaya deyatel'nost' = Innovative activity*. 2009; 2(7):62–68 (In Russ.)
11. Kazakova A.M. Venture capital in Russian economy: current state and outlook. *Paradigma = Paradigm*. 2016; (2):324–328 (In Russ.)
12. Kasimov A.Sh. Corporate venture investments. *Vestnik Moskovskogo Universiteta = Moscow University Reports*. 2014; (4):73–88 (In Russ.)
13. Alekseev D.S. Venture capital: the concept and its distinction between real and fictitious. *Problemyi sovremennoi ekonomiki = Modern economy problems*. 2016; 3(59):59–62 (In Russ.)
14. Kuznetsova A.N. Features of legal regulation of venture (high-risk) investments in Russia. *Uridicheskaya nauka = Legal science*. 2015; (2):103–105 (In Russ.)
15. Drover W., Busenitz L., Matusik S., Townsend D., Anglin A., Dushnitsky G. A review and road map

- of entrepreneurial equity financing research: venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. *Journal of management*. 2017; 43(6). <https://doi.org/10.1177/0149206317690584> (In Eng.)
16. Massimo G.C., Douglas J.C., Silvio V. Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of Technology Transfer*. 2016; 41(1):10–24. <https://doi.org/10.1007/s10961-014-9380-9> (In Eng.)
 17. Da Rin M., Hellmann T.F., Puri M. A survey of venture capital research. The national bureau of economic research. 2011. *Working Paper* No. 17523. <https://doi.org/10.3386/w17523> (In Eng.)
 18. Da Rin M., Penas M.F. The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies. The national bureau of economic research. 2007. *Working Paper* No. 13636. <https://doi.org/10.3386/w13636> (In Eng.)
 19. Tsaplin E., Pozdeeva Y. International Strategies of Business Incubation: The USA, Germany and Russia. *International Journal of Innovation*. 2017; 5(1):32–45 (In Eng.)
 20. Michurina O.U., Vranovich E.V. The economic essence of venture investment. *Vestnik AGTU = Astrakhan State University Reports*. 2015; (3):12–19 (In Russ.)
 21. Knaup A. E. Survival and longevity in the Business Employment Dynamics data. *Monthly Labor Review*. 2005; (5):50–56 (In Eng.)
 22. Knaup A. E., Piazza M. C. Business Employment Dynamics data: survival and longevity, II. *Monthly Labor Review*. 2007; (9):3–10 (In Eng.)
 23. Larionov N.A. Russian model of venture capital financing: current state and outlook. *Vestnik SGSEU = Saratov Social-Economics University Reports*. 2014; 2(51):91–96 (In Russ.)
 24. Kuznetsova M.N. Venture financing models in developed countries: methodological issues. *Vestnik URFU = Ural State University Reports*. 2013; (2):123–133 (In Russ.)
 25. Gompers P., Gornall W., Kaplan S. N., Strebulaev I. A. How do venture capitalists make decisions. The national bureau of economic research. 2016. *Working Paper* No. 22587. <https://doi.org/10.3386/w22587> (In Eng.)
 26. Kashirin A.I. Venture investment in Russia / A.I. Kashirin, A.C. Semenov. Moscow: Vershina, 2007. 320 p. (In Russ.)
 27. Yankovski R.M. Legal forms of venture investment (part 1): venture funds' structures. *Pravo i ekonomika = Law and economics*. 2017; (6):52–59 (In Russ.)

Submitted 27.09.2019; revised 17.10.2019; published online 30.12.2019

About the authors:

Alexey G. Philippov, Postgraduate, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University (1, Leninskie gory, Moscow, 119991), Moscow, Russian Federation, **ORCID: 0000-0002-5258-8577**, alexey.g.philippov@gmail.com

Elena V. Gruzdeva, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University (1, Leninskie gory, Moscow, 119991), Moscow, Russian Federation, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, **ORCID: 0000-0002-2941-5424**, gruzdeva-msu@bk.ru

Contribution of co-authors:

Gruzdeva Elena V. – scientific guidance and correction of the article, general concept and the study organization.

Philippov Alexey G. – a description of the used method, a results depiction of the study, generalization of the results.

All authors have read and approved the final manuscript.