

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования

**РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

На правах рукописи

СИНЮТИН Леонид Петрович

**РАЗВИТИЕ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНИВШЕЙСЯ
ГЕОПОЛИТИЧЕСКОЙ РЕАЛЬНОСТИ**

Специальность: 5.2.4 «Финансы»

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель:

Марголин Андрей Маркович,

Доктор экономических наук, профессор

Москва - 2024

Оглавление

Введение	3
Глава 1. Перспективы развития отечественного венчурного бизнеса в условиях изменившейся геополитической реальности	18
1.1. Теория, мировая практика развития венчурного финансирования и последствия новой геополитической реальности для российского рынка.....	18
1.2. Методы обеспечения прозрачности российского венчурного рынка	36
1.3. Краудинвестинг в роли инновационного метода венчурного финансирования в России	57
Глава 2. Механизмы стимулирования венчурного финансирования.....	70
2.1. Повышение финансовой грамотности населения как необходимое условие развития отечественного венчурного бизнеса	70
2.2. Стимулирование ESG-финансирования венчурных проектов.....	83
2.3. Влияние повышения финансовой грамотности населения и корпоративной ESG-культуры на перспективы развития венчурного финансирования	104
Глава 3. Проблема выхода из венчурных инвестиций на российском рынке и методы ее решения.....	112
3.1. Обзор основных методов выхода из венчурных сделок в России	112
3.2. Анализ международного опыта и особенностей применения SPAC для адаптации этого инструмента на российском рынке	126
3.3. Создание российской концепции компании-оболочки и перспективы ее применения при выходе из венчурных компаний	141
Выводы и предложения	154
Список использованных источников и литературы	160
Приложение 1. Вопросы экспертам.....	176
Приложение 2. Ответы эксперта С.П. Иванова.....	177
Приложение 3. Ответы эксперта С.П. Новикова	178
Приложение 4. Ответы эксперта А.В. Алиева.....	182
Приложение 5. Ответы эксперта И.Ю. Мовенко.....	184
Приложение 6. Ответы эксперта И.Н. Степанова	187
Приложение 7. Ответы эксперта М.С. Бобошко.....	189

Введение

Актуальность темы исследования. Глобальный рынок венчурного финансирования, достигнув исторического максимума в 766 млрд. долл. в 2021 г., уменьшился до 535 млрд. долл. (или на -30,2% г-к-г) по итогам 2022 г. из-за эффекта высокой базы и геополитической, макроэкономической нестабильности в мире. В 2023 г. глобальный нисходящий тренд усилился и объем средств, проинвестированных в венчурные проекты, сократился до 315 млрд. долл. по итогу года [249]. Следуя мировому тренду, сумма венчурных капиталовложений в российские компании достигла пиковых значений в 2,1 млрд. долл. в 2021 г. и упала на 66,8% г-к-г в 2022 г., по оценкам экспертов [18]. Несмотря на четвертое место, занимаемое Российской Федерацией в мировом рейтинге по размеру ВВП (по паритету покупательной способности), и долю России в 3,8% мирового размера ВВП, объемы венчурного инвестирования в стране не достигли даже 0,1% доли мирового венчурного рынка и составили около 0,1 млрд. долл. по итогу 2023 г. [18], [258].

Итоговым продуктом успешного венчурного бизнеса (компаний-реципиента венчурного капитала/венчурной компании) являются произведенные товары и услуги, которые становятся результатом научно-технического прогресса. В современном мире в эпоху цифровизации экономики инновации – это один из факторов конкурентоспособности государства на международной арене, так как технологии способны влиять на социально-экономическое развитие и определять новые глобальные тенденции. Инвесторы со всего мира ищут венчурные компании на ранних этапах развития с высоким потенциалом роста (стартапы), которые позволят инвесторам заработать на вложении средств в акционерный капитал перспективных компаний. Инвестиционная привлекательность таких стартапов обусловлена неординарными и прорывными идеями, технологиями и/или продуктами, становящимися экономическим благом для их потребителей.

В России, на фоне изменившейся геополитической обстановки с 2014 г., наблюдается неустойчивая динамика венчурного инвестирования, которая

нуждается в комплексных изменениях для развития технологического суверенитета страны. В 2022 г. из-за усилившегося экономического давления в виде санкций на Российскую Федерацию, значительная часть отечественных венчурных инвесторов, предпринимателей и специалистов в сфере высоких технологий покинули страну и/или перестали вести свою деятельность на территории Российской Федерации [27], [152], [46], [199]. Возможности иностранных инвесторов финансировать российские стартапы стали крайне ограниченными на фоне экономических санкций и геополитических рисков [94], [123], [17].

Для восстановления отечественного рынка венчурных инвестиций необходимо сформировать благоприятный инвестиционный климат в стране с целью привлечения капиталовложений розничных и институциональных венчурных инвесторов в российские стартапы. Венчурное финансирование должно стать одним из ключевых инструментов для развития «финансового рынка»¹, «малого и среднего предпринимательства (МСП)»² и достижения «технологического развития»³ в Российской Федерации к 2030 г., согласно соответствующим российским Стратегиям и Концепции. В связи с важностью решения установленных среднесрочных задач по развитию и перехода на инновационную траекторию роста экономики в условиях дефицита внешних источников технологий и финансирования, а также возросших рисков для инвесторов необходимо стимулировать развитие венчурного бизнеса в России.

Степень научной разработанности темы исследования. Тема венчурного инвестирования является довольно популярной в глобальной научной среде. Согласно одному из исследований, в период 2001 – 2021 гг. было опубликовано

¹ Стратегия развития финансового рынка в Российской Федерации до 2030 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2022 г. № 4355-р) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/acts/files/1202212310037.pdf> (дата обращения: 22.02.2023).

² Стратегия развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 2 июня 2016 г. № 1083-р) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/files/jFDd9wbAbApxgEiHNaXHveytq7hfPO96.pdf> (дата обращения: 10.05.2023).

³ Концепция технологического развития на период до 2030 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 20 мая 2023 года № 1315-р) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/files/KIJ6A00A1K5t8Aw93NfRG6P8OIbBp18F.pdf> (дата обращения: 22.06.2023).

1550 научно-исследовательских работ на тему венчурных инвестиций и 941 статья на тему прямых инвестиций (категории: бизнес, менеджмент, экономика и финансы) на основании данных одной из крупнейших научных платформ Web of Science. Результаты исследования показали, что за этот период 45,7% исследований были сфокусированы на анализ венчурного бизнеса одной определенной страны и около 31% работ освещали венчурную деятельность сразу в нескольких юрисдикциях. Доля исследований о венчурных инвестициях без географического фокуса составила 23,3%. США (23,5% доля), набирающий в последние десять лет популярность Китай (6,3% доля), и Великобритания (2,6% доля) разделили первые три места в региональном рейтинге, соответственно [174]. Примечательно, что Россия не фигурировала в списке, состоящем из 41 страны.

Основываясь на вышеописанном анализе, автор провел свое исследование для определения количества публикаций на тему венчурного инвестирования в российском научном сообществе. На базе данных электронной библиотеки Elibrary была использована двухступенчатая методология обработки информации: 1) российские журналы, публикуемые на русском языке, индексируемые в РИНЦ и входящие в перечень Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации (ВАК); 2) статьи, опубликованные в этих журналах в период 2001 – 2022 гг., в которых слово «венчурный» (с разными склонениями) входит в состав названия работы и/или в аннотацию и/или в ключевые слова публикации. Было выявлено, что за 22 года в 3152 журналах российскими авторами опубликовано 2629 научных статей (из них в категорию «Экономика. Экономические науки» входят 2557 работ). При этом 1723 статьи (65,5% общего количества публикаций) опубликованы в 2013 – 2022 гг. Итак, можно сделать вывод, что тема венчурного бизнеса является относительно важной в отечественной научной среде, при этом наибольшая популярность этой темы исследования наблюдается в течение последних 10 лет.

Авторская научно-квалификационная работа основывается на систематизированном анализе научных исследований российских и иностранных ученых на тему венчурного финансирования. Базой для написания авторской диссертации послужили труды следующих авторов: А.Т. Алиева, И.А. Анцибор, А.О. Баранова, П.С. Бондаревой, В.Р. Веснина, Р.О. Восканяна, В.Д. Грибова, Е.В. Груздевой, И.А. Езангиной, Н.В. Козлова, С.А. Козловской, М.А. Коршевой, А.В. Кожановой, Д.А. Ладуба, Е.Ю. Макушиной, Е.И. Музыко, Д.Ю. Нагорных, Л.Н. Орловой, В.Н. Павлова, К.С. Приходько, К.С. Савиной, К.В. Сальникова, Л.А. Селютина, Д.С. Семенова, Э.Ю. Силпагар, Н. Темури, Л.В. Чебухановой, Л.С. Чугаевой, И.М. Щербакова, Л.А. Юдинцевой, Е.О. Яковлева, Р.М. Янковского, D. Cumming, S. Kumar, W.M. Lim, N. Pandey, J. Preet, S. Kuckreja, K. Mehta и других исследователей.

Для анализа влияния изменившейся геополитической среды на российский венчурный бизнес были изучены труды: Д.А. Акимкиной, С.В. Алуян, В.Ю. Анисимовой, О.М. Джавадовой, С.М. Гасанкадиевой, М.А. Угрюмовой, К.В. Хорошун, Е.Ю. Хрусталёва, О.Е. Хрусталёва, R. Gouvea, M. Gutierrez и других российских и зарубежных авторов.

И.В. Березинец, В.Б. Булатова, М.Н. Гордеев, Н.В. Гречкин, Ю.Б. Ильина, А.В. Киевич, Д.А. Койпаш, Г.Т. Папаскуа, В.В. Покидко, Б.Г. Салтыков, О.Л. Чуланова, L. Hornuf, D. Schweizer, A. Schwienbacher, B. Yasar и другие авторы в своих работах рассматривали краудфандинг как метод коллективных инвестиций в частные компании, его разные формы и влияние на венчурный бизнес.

Финансовая грамотность населения также является фактором развития финансовых рынков. Особенности финансовой грамотности в России и за рубежом, а также методы ее оценки исследуют: С.И. Володин, В.И. Волкова, И.Ю. Евстафьева, Е.Н. Дуненкова,, Е.А. Лысова, С.Д. Надеждина, О.А. Чистякова, T. Hammer, A. Lusardi, N. Porto, P. Siegfried, J.J. Xiao и другие ученые. Ежегодно инвесторы всего мира становятся жертвами участников финансовых пирамид и прочих мошеннических схем, в том числе из-за недостаточного уровня

финансовой культуры. Этот феномен анализируют Ю.Л. Верич, Н.А. Калущкая, Э.Р. Кашапова, А.С. Кокорев, М.В. Рыжкова, Я.В. Шавыкин, С. Engels, К. Kumar, D. Philip и другие.

Существенный вклад в исследования концепции устойчивого развития и ESG-инвестирования внесли работы ученых: А.О. Володиной, И.В. Вякиной, А.Ш. Касимова, М.А. Кауфманн, М.В. Кудиной, А.М. Марголина, Б.Б. Рубцова, Т.А. Спицыной, М.Б. Траченко, В.Б. Фроловой, Л.П. Харченко, А. Ginsberg, А. Marcus, L. Lin и другие. Эти научные труды использованы автором для формирования оценки взаимосвязи целей ESG и отечественного венчурного финансирования.

Работы А.Е. Абрамова, А.Г. Алексеенко, О.А. Карпенко, А.Г. Косырева, Ж.С. Кулижской, А.Д. Радыгина, Е.А. Степанян, О.В. Сушковой, Д.Б. Телибековой, Р.Г. Тоноян, А.А. Турченко, М.И. Черновой, М.С. Шальневой и других российских ученых, а также зарубежных исследователей: I. Drechsler, D. Erickson, R. Greenspan, M. Gofman, J.F. Gomes, R. Haniffa, M. Hudaib, C. Jun, F. Kiesel, H. Kim, M. Klausner, N. Klingelhöfer, J. Ko, T. Nawaz, M. Ohlrogge, A.B. Poulsen, D.S. Riemer, N. Roussanov, E. Ruan, D. Schiereck, Y. Shachmurove, K. Song, M. Stegemoller, S. Vismara, M. Vulcanovic, Y. Yao послужили основой анализа методов выхода из венчурных сделок и механизмов создания «Компании для приобретения активов специального назначения» (КПАЧН) в роли альтернативного метода размещения частных компаний на публичном рынке и как потенциально нового способа продажи доли/акций венчурными инвесторами на российском рынке.

Последние двадцать лет российские ученые поднимают проблемы развития отечественного венчурного инвестирования, основываясь на необходимости разработки организационно-правовых механизмов, способствующих развитию венчурного бизнеса. Изменившаяся геополитическая реальность диктует новую повестку. Рынку венчурного финансирования необходимо не просто адаптироваться, но и продемонстрировать устойчивый среднесрочный рост за

счет использования внутренних ресурсов, а для этого необходимо выработать комплексное решение по привлечению капитала российских институциональных и розничных инвесторов в венчурный бизнес.

Стимулирование отечественного венчурного инвестирования должно повлиять на конкурентную среду в стране, научно-технический прогресс, создание новых рабочих мест, развитие финансовых рынков и как следствие на экономический рост Российской Федерации. Поэтому **объектом исследования** является рынок венчурного капитала и особенности венчурного финансирования на территории Российской Федерации.

Предметом исследования являются механизмы развития венчурного финансирования, позволяющие получить синергетический эффект для всех основных стейхолдеров венчурного бизнеса (инвесторов, предпринимателей, общества и государства) в изменившейся геополитической реальности.

Целью исследования является разработка научно обоснованных рекомендаций по развитию венчурного финансирования в России, включающих эффективные механизмы стимулирования, совместное применение которых обеспечит восстановление и устойчивый рост рынка венчурных инвестиций в среднесрочной перспективе.

Для реализации поставленной цели автору необходимо было решить следующие **задачи**:

- Провести анализ международного опыта венчурного финансирования и исследовать влияние изменившейся геополитической реальности на формирование и развитие отечественной венчурной экосистемы;
- Разработать методику повышения прозрачности функционирования российского венчурного бизнеса;
- Провести исследование влияния акционерного краудфандинга на венчурное финансирование в России;

- Разработать механизмы повышения финансовой грамотности и культуры населения, способствующие привлечению дополнительных инвестиционных ресурсов в венчурный бизнес;
- Обосновать механизмы стимулирования венчурного финансирования проектов, направленных на достижение целей устойчивого развития частными инновационными компаниями;
- Провести анализ существующих методов и разработать новый механизм выхода компаний из венчурного бизнеса на российском рынке, учитывающий особенности его функционирования и лучший мировой опыт.

В рамках данной диссертации не представляется возможным полностью решить все проблемы, связанные с развитием индустрии отечественного венчурного инвестирования и автор поэтому сфокусировал свое внимание на разработке механизмов решения тех ключевых проблем, которые, с его точки зрения, приобрели особую актуальность в условиях новой геополитической реальности. В их числе, прежде всего, обращают на себя внимание проблемы финансового обеспечения реализации венчурных проектов и сложность выхода инвесторов из венчурного бизнеса. Именно исследование этих проблемных областей в комплексе и предопределило логику изложения материала диссертации и ее структуру.

Область исследования. Научно-квалификационная работа соответствует паспорту ВАК специальности 5.2.4. «Финансы», в частности следующим направлениям:

18. Проектное и венчурное финансирование.
21. Финансовая грамотность.
22. Финансовые инструменты и операции с ними.
23. Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции.

Методология и методы исследования. Методологической основой исследования послужили фундаментальные научные работы российских и зарубежных ученых в области прямых и венчурных инвестиций. В рамках исследования использовались методы библиографического, логического, информационного и сравнительного анализов, а также экономические, финансовые методы для сбора, обработки и синтеза качественной и количественной информации, относящейся к теме научного исследования. В процессе работы автором был использован метод интервью для обработки качественной информации по предмету диссертационного исследования.

К теоретической и эмпирической основам исследования относятся:

- Научная литература по теме исследования, включая опубликованные результаты российских и зарубежных научных исследований;
- Распоряжения Правительства Российской Федерации, федеральные законы Российской Федерации;
- Интервью, исследования, отчеты, пресс-релизы и статистические данные Банка России, Федеральной службы по финансовому мониторингу (Росфинмониторинг), Министерства экономического развития Российской Федерации (Минэк), Министерства финансов Российской Федерации (Минфин), Министерства цифрового развития, связи и массовых коммуникаций Российской Федерации (Минцифры) и других официальных государственных структур;
- Аналитические обзоры, отчеты и статистические данные РАВИ, Московской Биржи, ФРИИ, Dsight, Dealroom, McKinsey, PitchBook, PREQVECA, SPAC Analytics и других аналитических сервисов и консалтинговых компаний;
- Качественная и количественная информация с российских мероприятий, посвященных венчурному финансированию: Российский венчурный форум 2023, GoGlobal Forum 2023, Startup village 2023;

Первичная информация от шести опрошенных-экспертов в области альтернативных и венчурных инвестиций в форме личного очного интервью: А.В. Алиевым, М.С. Бобошко, С.П. Ивановым, И.Ю. Мовенко, С.П. Новиковым, И.Н. Степановым.

Научная новизна результатов диссертационного исследования заключается в следующем:

- Обосновано, что из-за более высоких инвестиционных рисков, обусловленных совокупностью причин, включающих непрозрачность отечественного венчурного бизнеса, проблему привлечения инвестиций в стартапы и сложность выхода из венчурного капитала, объемы финансирования российских стартапов и количество проведенных сделок существенно уступают показателям стран с развитым венчурным рынком. Актуальность повышения прозрачности венчурного рынка растёт в условиях изменившейся геополитической реальности, когда на российском рынке частных инвестиций наблюдается существенный спад на фоне оттока инвестиций как нерезидентов, так и резидентов, эмиграция интеллектуального капитала в виде IT-специалистов и венчурных предпринимателей за рубеж. При этом замечен спрос российских стартапов, участвующих на венчурных форумах и мероприятиях, на привлечение инвесторов в свой акционерный капитал. Благодаря импортозамещению на отечественном рынке у венчурных компаний появляется возможность создавать необходимые технологические продукты, реализация которой предполагает необходимость привлечения весьма существенного финансирования. Обосновано, что мировой тренд на дедолларизацию, а также ограничения по выводу капитала за рубеж и тренд на импортозамещение иностранной продукции внутри российской юрисдикции будут способствовать распределению внутренних денежных потоков в развитие отечественных активов, в том числе создаваемых в результате реализации венчурных проектов.

- Разработана методика повышения прозрачности рынка венчурного финансирования, способствующая созданию объективных предпосылок для развития частных инициатив в области технологического предпринимательства и их эффективной государственной поддержки, особенно актуальной с учетом необходимости достижения технологического суверенитета. Основными элементами методики являются оптимизация действующих подходов по сбору и обработке информации по венчурному рынку, систематизация статистических данных со стороны регулятора (Банка России), публикация результатов в российской национальной валюте, сегментация венчурных инвесторов на иностранных инвесторов, институциональных инвесторов, корпоративных инвесторов, краудинвесторов и розничных инвесторов. Отмеченная методика предназначена для отражения официальной статистической информации и ее использования в качестве «путеводителя» потенциальными венчурными инвесторами, предпринимателями и другими стейкхолдерами;
- Доказано, что акционерный краудфандинг (краудинвестинг) является инновационным методом коллективного венчурного финансирования, который продемонстрировал положительную динамику в новых геополитических условиях и способствовал повышению инклюзивности рынка венчурного финансирования. Выявлены перспективы дальнейшего роста объемов краудинвестинга, стимулирующего развитие отечественного венчурного бизнеса, а также обоснованы рекомендации по повышению эффективности применения этого современного финансового механизма на российском рынке;
- Обосновано, что повышение финансовой грамотности населения является одним из важных факторов привлечения дополнительных финансовых ресурсов в развитие венчурного бизнеса. Действительно, несмотря на отсутствие достаточных знаний о финансовых рынках, как правило, ограничивающихся традиционными банковскими депозитами, и в лучшем

случае, первичными представлениями о рынках акций и облигаций, многие частные инвесторы склонны к риску. По этим причинам некоторые российские частные инвесторы продолжают инвестировать в «строительство финансовых пирамид» в объеме, сопоставимом с объемом рынка венчурного финансирования. Выявлено, что благосостояние инвесторов не всегда свидетельствует об их финансовой грамотности, что подтверждается крупными капиталовложениями в нелегальные финансовые схемы. Доказано, что дальнейшее повышение финансовой грамотности населения позволит увеличить объемы венчурного финансирования от розничных инвесторов, краудинвесторов и бизнес-ангелов не менее чем на 4 млрд. руб. к 2030 г. Для этого необходимо включить раздел о венчурном финансировании в «Стратегию повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года», включающий расширение спектра образовательных программ ВУЗов по венчурному бизнесу, научно-практических конференций, выставок и рекламы лучших практик реализации инновационных венчурных проектов, разработку и включение в раздел «Финансы и экономика» (код 08) профессионального стандарта «Специалист по прямым и венчурным инвестициям».

- Проведен сравнительный анализ венчурного ESG-инвестирования за рубежом и в России, где без государственной поддержки реализация таких проектов затруднительна. Выявлены возможности расширения венчурного инвестирования проектов устойчивого развития и ESG-трансформации систем управления бизнесом на основе применения инструментов долевого финансирования, потенциал которых в настоящее время недооценен. Основными инструментами стимулирования венчурного ESG-финансирования являются: а) расширение мер государственной поддержки в виде грантовых программ и возможности субсидированного кредитования малого и среднего бизнеса, работающего в социально-значимых сферах экономики и следующих принципам устойчивого

развития; б) повышения финансовой грамотности населения в области устойчивого предпринимательства и инвестирования в ESG-ориентированные стартапы; в) стимулирование институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, управляющие компании и другие), традиционно вкладывающих средства в акции и облигации и избегающих инвестировать в высокорискованные активы, включая и ESG-ориентированный отечественный венчурный бизнес; г) формирование ESG-рейтинга стартапов; д) добавление официальных данных по сделкам с венчурным ESG-финансированием в дополнительную секцию в рамках авторской методики повышения прозрачности венчурного рынка для оценивания развития его динамики. По прогнозу автора, в случае реализации данных инициатив, доля венчурного ESG-финансирования должна достигнуть не менее 50% всех российских венчурных инвестиций к 2030 г, что будет способствовать достижению целей устойчивого развития и благоприятно скажется на динамике капиталовложений в российские венчурные компании.

- Доказано, что одной из неиспользуемых возможностей решения проблемы развития российской венчурной экосистемы, связанной со сложностями выхода инвесторов из сделок (продажа доли ООО/акций АО), является создание компаний для приобретения активов специального назначения (КПАСН). Аналогом не получившей пока в России правового статуса КПАСН является концепция компании-оболочки (SPAC), которая с 2020 г. активно освещается в международной информационной повестке и используется в качестве основной альтернативы традиционному первичному публичному размещению акций на бирже (IPO) во многих странах. Главной задачей КПАСН является поиск и приобретение актива специального назначения – перспективную непубличную инновационную компанию (целевую компанию) с большим потенциалом роста. Разработаны рекомендации по применению КПАСН на российском рынке. Обосновано, что использование КПАСН с возможностью их листинга на

российских торговых площадках позволит развивать, масштабировать и продавать венчурный бизнес на внутреннем рынке без использования зарубежных финансов рынков. Ожидается, что использование КПАСН будет способствовать не только развитию отечественного венчурного рынка, но и положительно повлияет на российский фондовый рынок.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в обосновании новых механизмов развития отечественного венчурного инвестирования, а также в возможности практического применения участниками венчурного рынка методики повышения прозрачности венчурного рынка и разработанной автором российской концепции «Компании для приобретения активов специального назначения». Также положения и выводы этой диссертации могут послужить базой для дальнейших научных исследований в области прямых и венчурных инвестиций.

Степень достоверности и апробации результатов исследования. Достоверность результатов исследования подтверждена комплексным подходом к проведению научного исследования, а также выполненными автором расчетами и экспертизой результатов, полученных от профессиональных участников венчурного рынка.

Практическая апробация результатов исследования автора состоялась в ходе научной конференции «ESG-трансформация систем управления и устойчивое развитие» (Москва, РАНХиГС, 20 декабря 2023 г.)⁴.

Результаты диссертационного исследования были также частично раскрыты автором на встрече-обсуждении «Private placements – частные размещения (закрытая подписка) в России. Актуальные вопросы и проблемы», организованной базовой кафедрой инфраструктуры финансовых рынков

⁴ II Международная научно-практическая конференция «ESG-трансформация систем управления и устойчивое развитие» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://esg-conference.tilda.ws/> (дата обращения: 20.12.2023).

факультета экономических наук, НИУ ВШЭ (Москва, НИУ ВШЭ, 28 февраля 2024 г.)⁵.

Результаты исследования внедрены в операционную деятельность консалтинговой компании ООО «ДИСИ» (ИНН 9704214157, ОГРН 1237700409352), специализирующейся на российских стартапах.

Публикации. За период научной-исследовательской деятельности опубликовано пять научных работ с результатами по теме диссертационного исследования в научных рецензируемых изданиях, утвержденных ВАК:

1. Марголин А.М., Синютин Л.П. Основные проблемы развития венчурной индустрии в России и методы их решения // Управленческое консультирование. 2022. № 1. С. 47–63. DOI: 10.22394/1726-1139-2022-1-47-63. **(авторский вклад – 0,55 п.л.)**
2. Синютин Л.П. Разработка российской концепции компаний по приобретению специального назначения в целях развития отечественной венчурной индустрии // Экономические системы. 2022. № 3. С. 66–89. DOI: 10.29030/2309-2076-2022-15-3-66-89. **(авторский вклад – 1,47 п.л.)**
3. Ерохина А.В., Синютин Л.П. Развитие устойчивого долевого финансирования для поддержки российской индустрии венчурного капитала. Государственная служба. 2023. № 1. С. 31–40. DOI: 10.22394/2070-8378-2023-25-1-31-40. **(авторский вклад – 0,52 п.л.)**
4. Марголин А.М., Синютин Л.П. Финансовая грамотность населения как фактор развития венчурного инвестирования в России // Финансы, деньги, инвестиции. 2023. № 1. С. 18–26. DOI: 10.36992/2222-0917_2023_1_18. **(авторский вклад – 0,46 п.л.)**
5. Синютин Л.П. Краудинвестинг как инновационный метод венчурного финансирования в России // Банковские услуги. 2023. № 10. С. 19–27. DOI: 10.36992/2075-1915_2023_10_19. **(авторский вклад – 0,73 п.л.)**

⁵ «Private placements – частные размещения (закрытая подписка) в России. Актуальные вопросы и проблемы» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://economics.hse.ru/fmi/announcements/896307362.html> (дата обращения: 28.02.2024).

Общий объем опубликованных работ составил 5,05 п.л. (авторский вклад – 3,73 п.л.).

Структура и объем работы определяется целью и поставленными задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованных источников и литературы и 7 приложений. Научно-квалификационная работа состоит из 190 страниц, включает в себя 30 рисунков, 12 таблиц и 260 использованных источников информации (в том числе 122 научных статьи, 7 учебников и 8 диссертаций по теме исследования).

Глава 1. Перспективы развития отечественного венчурного бизнеса в условиях изменившейся геополитической реальности

1.1. Теория, мировая практика развития венчурного финансирования и последствия новой геополитической реальности для российского рынка.

Еще с древних времен население, располагающее капиталом, финансировало коммерческую деятельность предпринимателей посредством денежных займов или других оборотных активов. Традиционно считается, что венчурное инвестирование начинает свой отсчет после окончания второй мировой войны с создания первого профессионального венчурного фонда American Research and Development Corporation (ARDC) в 1946 г. ARDC привлекал деньги страховых компаний, ВУЗов и других институциональных инвесторов для капиталовложений в технологические стартапы в США [162].

С тех пор на протяжении более 30 лет венчурная деятельность развивалась относительно медленными темпами. После вступления в силу закона Employment Retirement Income Security Act's (ERISA) prudent man rule в 1979, допускающего финансирование стартапов, пенсионные фонды начали инвестировать в венчурные фонды, и со временем их инвестиции превысили половину всего объема венчурного капитала. С этого момента возникла современная концепция венчурного инвестирования [194].

Можно выделить три исторических этапа развития венчурного инвестирования: период перед финансовым пузырем (1980 – 1994 гг.), период пузыря доткомов (1995 – 2001 гг.) и период после 2002 г. В 1980 г. объемы венчурного финансирования составили около 600 млн. долл. и ежегодно нестабильно развивались в течении 15 лет, достигнув 4,2 млрд. долл. в 1994 г. [224].

На фоне растущей популярности интернет-компаний среди инвесторов объемы финансирования ИТ-стартапов, ежегодно обновляя исторический

максимум, выросли более чем в 13 раз с 1995 г. (8 млрд. долл.), достигнув пика в 2000 г. (105,2 млрд. долл.). Такой серьезный ажиотаж способствовал разрыву экономического пузыря и резкому падению объемов инвестиций, как на венчурном рынке, так и на других финансовых рынках в 2001 – 2002 гг. [224].

Примечательно, что объёмы венчурного инвестирования только в 2018 г. превысили результаты 2001 г. Следовательно, можно сделать вывод, что средний экономический цикл западной венчурной индустрии составляет около 15 лет.

В мировой практике следует выделить два традиционных подхода к определению венчурного капитала и прямых инвестиций: американский и европейский. Согласно американскому подходу, венчурный капитал (venture capital, VC) является самой первой стадией прямых инвестиций (private equity, PE), которые включают также сделки по расширению бизнеса (growth) и сделки по выкупу контрольного пакета акций крупных компаний (buyout) менеджментом (MBO⁶) или фондами с использованием кредитного плеча (LBO⁷). Европейская методология разделяет два понятия, рассматривая венчурные инвестиции с точки зрения капиталовложений в молодые непубличные компании с высокими темпами роста, в то время как прямые инвестиции отвечают за финансирование зрелых частных компаний на поздних этапах их жизненного цикла [187].

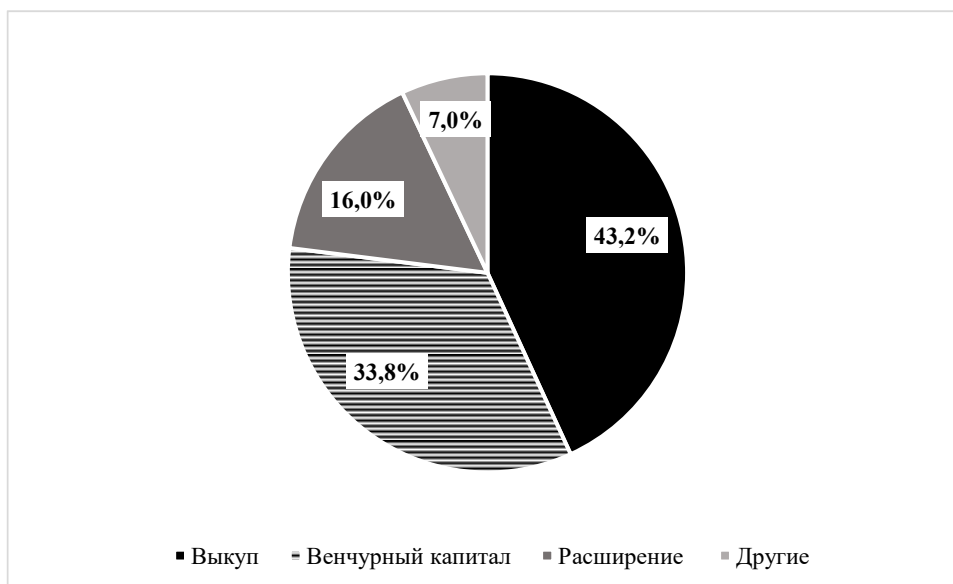
Объединяет оба подхода необходимость оценки доходности и рисков капиталовложений в предприятия с высоким потенциалом роста, которые торгуются на фондовой бирже. Характерно, что, помимо перспектив развития, которые предполагают большой потенциал роста стоимости молодой компании-реципиента инвестиций, и как следствие, большую прибыль, венчурное финансирование несет в себе риск низкой ликвидности и списания вложенных средств инвесторов в случае провала стартапа и/или ликвидации компании [171].

Рассмотрим применение более популярной американской методологии, которая была использована McKinsey & Company в оценке альтернативных

⁶ Management buyout

⁷ Leveraged buyout

традиционному финансовому рынку (акции публичных компаний и торгуемые на бирже долговые инструменты) активов частного капитала в консалтинговой компании. Представленные результаты исследования демонстрируют, что мировые объемы активов под управлением (AUM⁸) на частных рынках (включают три вида активов: прямые инвестиции, частный долг и недвижимые активы) составили 11,7 трлн. долл. по итогам первого полугодия 2022 г. Активы в прямых инвестициях составили 7,6 трлн. долл. (или 65% от всего AUM). Аккумулированный венчурный капитал был оценен в 2,6 трлн. долл. (33,8% от AUM в прямых инвестициях), а на более поздние стадии расширения и выкупа пришлось 43,2% и 16% AUM в прямых инвестициях, соответственно, по итогам первого полугодия 2022 г.



Источник: составлено автором по материалам [222]

Рисунок 1 – Доли активов под управлением в прямых инвестициях за 1П 2022 г.

В западном мире венчурный капитал характеризуется как финансовый посредник между двумя группами субъектов: инвесторами и предпринимателями. Одним из способов структурирования венчурных инвестиций являются венчурные фонды, которые аккумулируют вложенные средства инвесторов и распределяют в акции определенных стартапов за процентное вознаграждение (ежегодная комиссия за управление и за результат

⁸ Assets-under-management

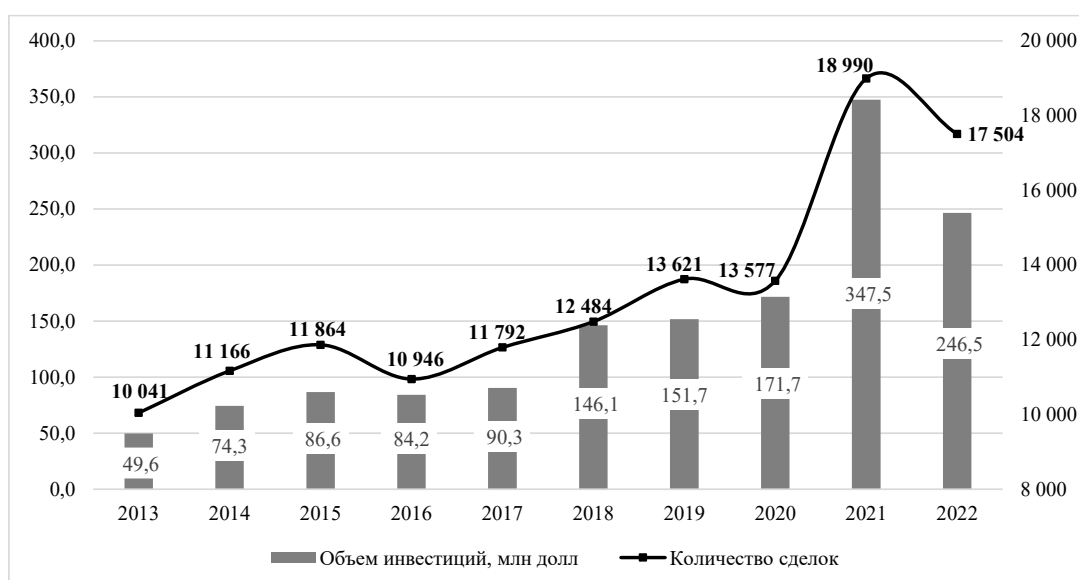
обычно составляет 2% и 20%, соответственно). Именно эта характеристика и отличает институциональных венчурных финансистов от состоятельных инвесторов физических лиц (бизнес-ангелов), которые финансируют венчурный бизнес напрямую без посредников, тем самым минимизируя издержки [224].

В 2022 г. мировой объем венчурного финансирования составил 535 млрд. долл., сократившись на 30,2% г-к-г после рекордных значений в 2021 г. [249]. Эксперты из KPMG считают, что на глобальную рыночную конъюнктуру венчурной индустрии в 2022 г. негативно повлияла совокупность макроэкономических факторов: высокие темпы инфляции и, соответственно, растущие процентные ставки, риск начала мировой рецессии, а также рост цен на энергоносители на фоне геополитических конфликтов [191]. Таким образом, венчурные инвесторы стали осторожнее в 2022 г. и тратили больше времени на поиск сделок, а оценки стартапов упали. Несмотря на то, что у венчурных фондов остались большие запасы денежных резервов (деньги инвесторов невложенные в стартапы) для их дальнейшей аллокации в перспективные проекты, негативная динамика 2022 г. отразится и в показателях 2023 г., по мнению аналитиков Ernst & Young [248]. Следует отметить, что геополитическая напряженность нарастает: об этом свидетельствует развитие событий в секторе Газа, отказ крупнейших компаний от перевозки нефти по Красному морю и растущая неопределенность в юго-восточной Азии.

Рост напряженности в Европе, Азии, Африке, на Ближнем Востоке в 2022 г. является ключевым индикатором новой геополитической реальности, обусловленной, в первую очередь, попытками коллективного запада сохранить свое глобальное доминирование «любой ценой», включая и беспрецедентное санкционное давление на те страны (Россию – в первую очередь), которые стремятся к обретению реального суверенитета. Такая реальность негативно отражается практически на всем – на экономике, финансах, торговле, культуре, спорте, и, конечно, рынок венчурных инвестиций не является здесь исключением.

Рассмотрим динамику венчурной индустрии трех субъектов с самым крупным притоком венчурных инвестиций за 2022 г.: США, Китай и Европа, основываясь на оценке аналитической компании PitchBook. Исторически США является самой популярной юрисдикцией для регистрации и масштабирования стартапов, поэтому в этой стране имеется наибольшее количество, так называемых, единорогов (т.е. компаний с капитализацией более одного млрд. долл.) и крупных институциональных инвесторов. После рекордного роста в 2021 г. (+104,5% г-к-г) капиталовложения в венчурные проекты в США уменьшились на 29,1% г-к-г и составили 246,5 млрд. долл. по итогам 2022 г. В 2022 г. было проведено 17 504 венчурные сделки (-7,8% г-к-г). (рисунок 2).

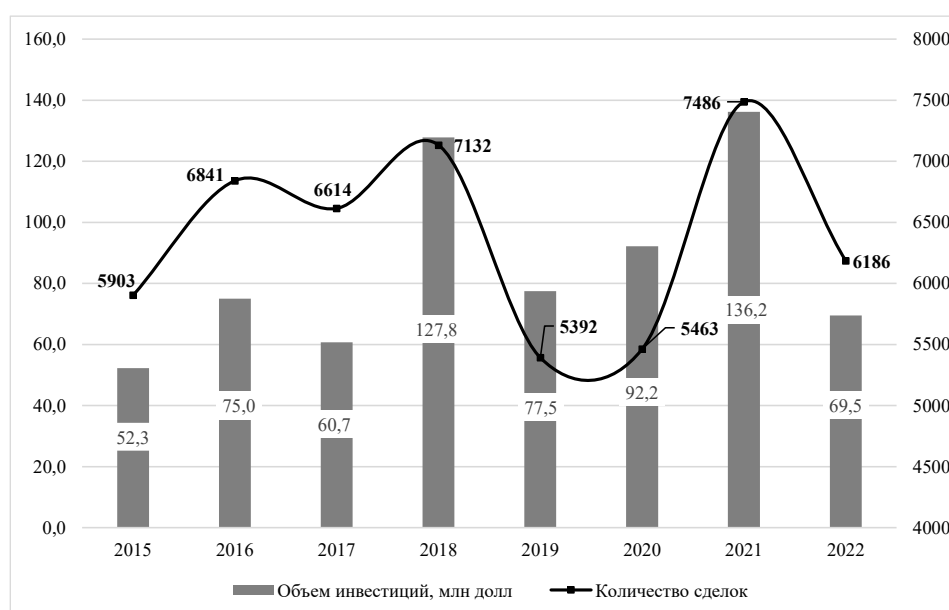
Pitchbook, которая совместно с национальной ассоциацией венчурного капитала США (NVCA) делает ежеквартальные отчеты для американского венчурного рынка, объединяет посевные и ангельские инвестиции в единую категорию, на которую пришлось 9,8% венчурного финансирования в 2022 г. В ранние и поздние стадии сделок было инвестировано 28,7% и 61,5% объема венчурного капитала. Всего было насчитано 1095 оперирующих в США венчурных фондов, которые привлекли 167,3 млрд. долл. в 2022 г. [230].



Источник: составлено автором по материалам [230]

Рисунок 2 – Венчурное финансирование в США за период 2013-2022 гг.

Китай (континентальный Китай, Гонконг, Макао и Тайвань) является самым крупным субъектом в Азии по объему инвестиций в венчурные проекты. В 2022 г. было проведено 6 186 венчурных сделок (-17,4% г-к-г), их финансирование составило 69,5 млрд. долл. (-49,0% г-к-г) (рисунок 3). При этом на континентальный Китай пришлось 94,7% капиталовложений. Стоит отметить, что среди других стран крупного азиатского региона венчурный капитал относительно сильно развит в Индии (25 млрд. долл. объем VC), Южной Корее (15 млрд. долл. объемы VC) и Израиле (8 млрд. долл. объемы VC), по расчетам Dealroom [249].



Источник: составлено автором по материалам [196]

Рисунок 3 – Венчурное финансирование в Китае за период 2015-2022 гг.

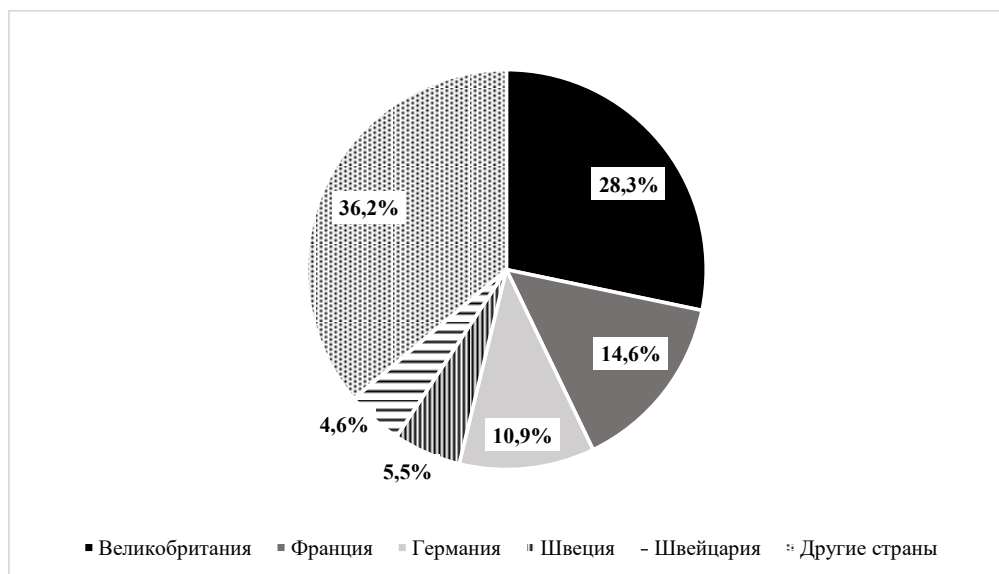
Европейский венчурный рынок (включая Россию) по итогам 2022 г. продемонстрировал наибольшую устойчивость. На территории Европы была зафиксирована коррекция объемов венчурного инвестирования на 15,2% г-к-г (-4,8% г-к-г в европейской валюте). За этот год было вложено 109,7 млрд. долл. в 12 829 сделок (рисунок 4).



Источник: составлено автором по материалам [183], [250]

Рисунок 4 – Венчурное финансирование в Европе за период 2013-2022 гг.

На рисунке 5 видно, что лидером европейского региона по объемам венчурных капиталовложений по итогам 2022 г. является Великобритания (31 млрд. долл.). Второе и третье место разделяют Франция (16 млрд. долл.) и Германия (12 млрд. долл.), соответственно.



Источник: составлено автором по материалам [183]

Рисунок 5 – Доли объемов венчурного финансирования в странах Европы в 2022 г.

Подводя итоги, можно увидеть, что на сегодняшний день венчурная индустрия является процветающим направлением альтернативных финансовых инвестиций во всем мире, при этом географическая концентрация объемов

венчурного капитала преобладает в развитых западных экономиках. Доля венчурного финансирования американских стартапов составила 46,1% мирового объёма VC инвестирования по итогам 2022 г.

Российская Федерация испытывает геополитическое давление со стороны западного сообщества, начиная с введения раундов санкций в 2014 г., которые приобрели системный и более ощутимый характер для отечественной экономики в 2022 г. [195].

На фоне международной экономической неопределенности многие инвесторы и узкопрофильные специалисты покинули территорию России в 2022 г. Например, по подсчетам Министерства цифрового развития, связи и массовых коммуникаций Российской Федерации, примерно, 100 000 специалистов в сфере информационных технологий уехали из России в 2022 г., но, примерно, 80% ИТ-эмигрантов продолжали работать на отечественные организации [27]. При этом несмотря на 13% рост г-к-г (до 740 тыс. чел.) экспертов в сфере информационных технологий по итогам 2022 г., в России был существенный дефицит в 600 тыс. сотрудников (что составляет 81,1% текущего числа работающих) для ускорения инновационного развития российской экономики, утверждают Минцифры [152].

Часть состоятельных людей также переехала из России по определённым причинам. Количество российских резидентов, обладающих одним и более миллионов долларов инвестируемых средств (HNWIs⁹), сократилось, примерно, на 8500 долларовых миллионера по итогам 2022 г. (общее количество российских HNWIs составило 67700 чел.). Аналитики Henley & Partners ожидали дальнейшую эмиграцию состоятельных людей из России и прогнозировали отток из страны около 3000 HNWIs в 2023 г. [199].

Также за последний календарный год произошел отток финансирования со стороны иностранных инвесторов в экономику Российской Федерации. Объем финансовых активов нерезидентов в российской экономике по итогам 2022 г. сократился на 27,9% г-к-г и составил 842,8 млрд. долл. В целом объем «прямых

⁹ High net worth individuals – люди с высоким уровнем собственного капитала

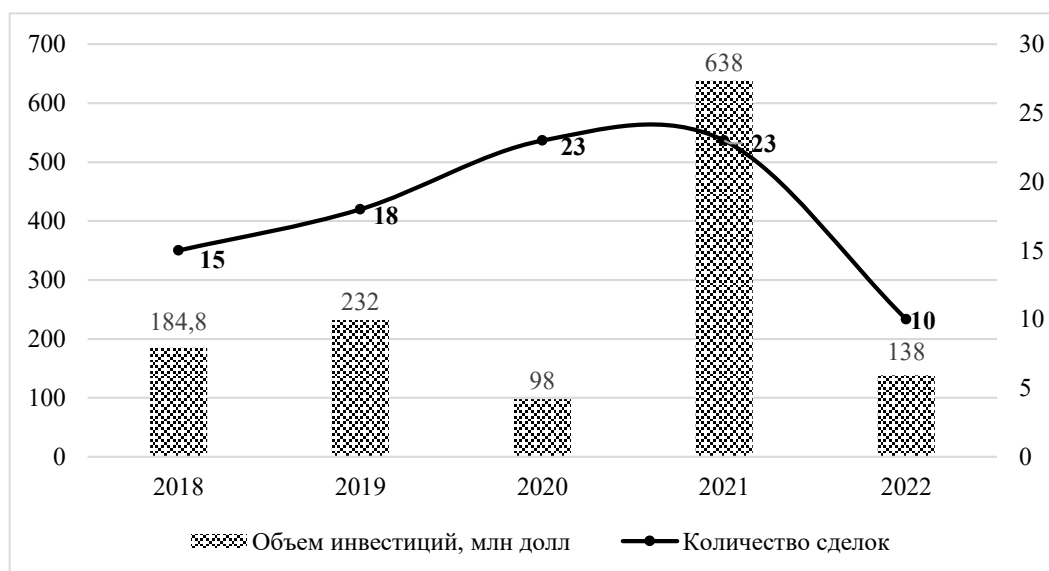
инвестиций» нерезидентов в активы Российской Федерации сократился на 24,3% г-к-г и составил 461,6 млрд. долл. При этом из-за релокации и размещения россиянами средств на счетах и вкладах в иностранных банках на фоне геополитической нестабильности «прочие инвестиции» резидентов за границу выросли до 551,5 млрд. долл. (или +34,4% г-к-г) в 2022 г. [94].

Эксперты отмечают, что на фоне новой геополитической реальности около 70% российских венчурных компаний провели релокацию своего бизнеса в иностранные юрисдикции в 2022 г. Многие зарубежные инвесторы не готовы инвестировать в стартапы с российскими корнями на фоне геополитических рисков и технических ограничений, поэтому российским основателям стартапов пришлось решать вопрос с получением иного гражданства или вида на жительства для привлечения иностранного венчурного финансирования [123].

Во время венчурного форума GoGlobal Forum, организованного ФРИИ в 2023 г., была опубликована статистика, основанная на опросе более 150 российских стартапов, которые прошли программу-акселератор ФРИИ за период 2022 – первого квартала 2023 гг. В российской научной литературе акселератор определяют как социально-значимый институт развития малого и среднего бизнеса, представляющий стартапам на начальных этапах деятельности консалтинговую, финансовую и образовательную поддержку в форме наставничества за акции/долю в соответствующей венчурной компании [157], [149]. По итогам опроса 72% компаний из 75 стартапов-респондентов основали или сделали релокацию бизнеса в иностранную юрисдикцию. Из них 31,3% компаний были зарегистрированы в странах СНГ (в основном Казахстан и Армения); 22,9% стартапов в традиционных для венчурного бизнеса юрисдикциях (в основном Каймановы Острова, Кипр и США); 39,5% регистраций пришлось на другие страны (в основном Китай, Индия, ОАЭ и страны Южной Америки), всего 6,3% на ЕС [46].

Тенденция сокращения объемов частного иностранного капитала из российских венчурных сделок подтверждается и расчетами аналитической платформы, Dsight. Так, по итогу 2022 г. объем венчурного финансирования со

стороны зарубежных инвесторов упал на 78,4% г-к-г и составил 138 млн. долл. (против четырехлетнего медианного значения в 208,2 млн. долл.), а количество сделок нерезидентов достигло четырехлетнего минимума (10 сделок) на фоне геополитической напряженности (рисунок 6).



Источник: составлено автором по материалам [17]

Рисунок 6 – Венчурное финансирование нерезидентами в России за период 2018-2022 гг.

Тем не менее, стоит отметить, что российская инвестиционная среда в области прямых и венчурных инвестиций проявила относительную резистентность к внешним геополитическим факторам. Так, по оценке экспертов S&P Global, сумма сделок, связанных с частными капиталовложениями в российский бизнес, достигла пятилетнего максимума по итогам 2022 г., составив 2,5 млрд. долл., несмотря на рекордно низкое участие нерезидентов в финансировании российских частных компаний (доля иностранного капитала в 2022 г. – 2%, в 2021 г. – 30%) [254].

Следовательно, отток зарубежного финансирования российского частного бизнеса в 2022 г. был частично компенсирован отечественными инвесторами. Таким образом можно выявить две закономерности: это покупка крупных активов/компаний российскими инвесторами с определенным дисконтом из-за невозможности экспансии этих активов за границу и размещение денежных ресурсов инвесторов на отечественных финансовых рынках на фоне ограничительных санкций.

Некоторые ученые считают, что деглобализация мировой экономики на фоне текущих геополитических событий является главным фактором постепенной децентрализации мировой валютно-финансовой системы (МВФС) [53].

Попытка экономической изоляции России со стороны США с одновременной идеей экспансии влияния доллара потерпела крах и вызвала фундаментальную неопределенность в мире [257]. Например, ограничения против экспорта российских энергоносителей странами запада не привели к результату, а российская экономика снова продемонстрировала рост, войдя в первую десятку и заняв восьмую позицию мирового рейтинга с 2014 г. [195].

Международное сообщество понимает угрозу, исходящую от дальнейшей долларизации МВФС и роста зависимости развивающихся стран от гегемонии коллективного запада. В частности, Л.В. Крылова и многие другие российские и зарубежные исследователи утверждают, что для минимизации потенциальных санкционных рисков и диверсификации валютных рисков развивающиеся страны будут продолжать постепенно уходить от использования доллара в пользу национальных валют при проведении международных финансовых операций и в качестве альтернативы резервной валюте [58], [147], [144], [195].

Согласно данным МВФ, по итогам четвертого квартала 2022 г. доля доллара США в мировых валютных резервах сократилась до исторического минимума в 58,52%. При этом доля китайского юаня выросла в первом квартале 2022 г., примерно, в два раза с первого квартала 2018 г., достигнув рекордного значения 2,83% [205]. Тем не менее, доллар продолжает занимать лидирующую позицию в валютных операциях, поскольку таким валютам как китайский юань важно преодолеть внутренние ограничения в виде отсутствия развитого финансового рынка, торгового протекционизма и контроля за движением капитала для того, чтобы масштабировать дальше свое влияние, постепенно снижая роль доллара как в качестве основного элемента структуры золотовалютных резервов разных стран, так и в качестве основной валюты международных расчетов [195].

Одним из ключевых шагов к многополярной экономической системе может стать интеграция цифровых валют центральных банков или международных

наднациональных криптовалют в МВФС ведущими развивающимися экономиками мира [58], [62].

Последние несколько лет (с 2019 г.) страны, являющиеся членами БРКИС, активно ведут разработку единого платежного механизма BRICS PAY, который предполагается использовать внутри международного альянса. Ожидается, что эта цифровая платформа объединит национальные платежные системы стран-резидентов БРИКС и тем самым будет способствовать усилению их экономического и геополитического суверенитета [129].

На страны БРИКС в целом приходится 31,6% объема мирового ВВП по итогам 2022 г. (по паритету покупательной способности), что превышает показатель стран G7 (30,4%), поэтому потенциальное вступление других государств в альянс и дальнейшее расширение сообщества до БРИКС+ в совокупности с возможным началом эмиссии своей одноименной валюты позволит альянсу увеличить темпы дедолларизации мировой экономики [195].

Тенденция сокращения влияния однополярного мира также скажется и на сфере венчурного инвестирования. Зарубежные эксперты поддерживают данную гипотезу, утверждая, что международному венчурному рынку необходимо постепенно адаптироваться в реалии национального протекционизма. Для этого необходимо выстроить новую модель венчурного финансирования, требующую аффективного управления, государственной поддержки бизнеса, крупных капиталовложений и более длительных сроков инвестирования, потому что время быстрых и дешевых денег закончилось.

Это особенно важно для таких системообразующих отраслей, где государства пытаются добиться наибольшей независимости от внешнего влияния и устойчивости развития: здравоохранение, оборона, энергетика, производство и финансовые технологии. Например, пандемия COVID-19 наглядно показала миру, что страны должны ориентироваться на собственные медицинские технологии, а не надеяться на крупных иностранных игроков [189].

Российская венчурная индустрия не первая, кто сталкивается с определенным внешнеполитическим давлением. Так, в работе И.М. Щербакова в

пример приводится Израиль, государство, которое несмотря на геополитическую напряженность, военные конфликты и недостаток полезных ископаемых смогло выстроить достаточно эффективную экономическую модель. Профессиональный инновационно-венчурный путь Израиля, начавшийся с основания государственной программы «Йозма» и первого на ее базе одноименного фонда, в 1993 г., позволил стране за 30 лет стать одним из мировых центров высокотехнологического предпринимательства [154].

Д.А. Ладуба утверждает, что именно модель государственно-частного партнерства (ГЧП), в которую через десять венчурных фондов были привлечены средства местных и зарубежных институциональных инвесторов, позволила Израилю достичь высоких темпов инновационного развития [63]. Начиная с 50% (паритетной) доли вложений государства в 1993 г., основной объем инвестиций в фонды стал поступать от частных инвесторов к 2020 г. Благодаря влиянию программы «Йозма» к 2002 г. в Израиле функционировал 131 VC-фонд, AUM которых составил около 10 млрд. долл. [165]. Со временем развития индустрии объемы притока инвестиций в израильские стартапы достигли 11 и 8 млрд. долл. в 2021 и 2022 гг., соответственно [249]. Из этого можно сделать вывод, что при эффективном взаимодействии и поддержке государством других субъектов венчурной индустрии (инвесторов и предпринимателей) геополитические факторы могут быть нивелированы.

В России также действует ГЧП в области венчурного финансирования. Особый вклад в него вносят институты развития и государственные фонды, которые поддерживают отечественный венчурный бизнес финансированием, консалтинговыми услугами и экспертизой. Одним из первых российских институтов развития в стране является Российская венчурная компания (РВК), основанная в 2006 г. Правительством Российской Федерации. Ученые отмечают, что РВК является государственной структурой, которая занимается софинансированием стартапов, приобретая их акции/доли не напрямую, а через посреднические венчурные фонды, иными словами, РВК – это фонд фондов [158], [155].

Р.М. Янковский утверждает, что если тактической задачей российских институтов развития, как и у других венчурных инвесторов (частных фондов, бизнес-ангелов и других) является извлечение прибыли от инвестиций в венчурные проекты, то отличительная черта институтов развития – это их стратегическая цель, заключающаяся в развитии и стимулировании отечественной венчурной экосистемы в долгосрочной перспективе. Одной из фундаментальных проблем институтов развития, которую Р.М. Янковский затронул в своей кандидатской диссертации, является отсутствие структурированной системы оценивания их деятельности, которая не всегда может отражаться доходностью [158].

На фоне проблем с законом экс-менеджмента РВК и отсутствия эффективности институтов развития в целом российское Правительство в рамках реформы наделило суверенный российский фонд прямых инвестиций (РПФИ) управленческими полномочиями над РВК в 2021 г. Фундаментальная реформа также заключалась во включении таких обособленных, но значимых для российского экономического и технологического развития структур, как Фонд инфраструктурных и образовательных программ, Фонд развития промышленности, Фонд «Сколково», Фонд содействия инновациям, Корпорация «МСП», ОАО «Роснано», Российский экспортный центр, а также Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций в единый институт развития под руководством ВЭБ.РФ. [40], [115]. Впоследствии система оценивания эффективности институтов развития государством была структурирована в соответствии достижения национальных целей – отмечает Э.Ю. Силпагар.

Для оценки спроса отечественного венчурного бизнеса на финансирование в 2023 г. было проанализировано три основных венчурных мероприятия: ежегодно проводящийся в России на очной основе Российский венчурный форум, GoGlobal и Startup Village. В программу каждого форума вошла питч-сессия стартапов, где основатели компаний презентовали свои проекты для обратной связи с аудиторией и привлечения инвестиций. Часть проектов привлекало капитал в

рублях, а некоторые – в валюте, поэтому общий объем запрашиваемых инвестиций был конвертирован в рубли по средневзвешенному курсу Банка России за первое полугодие 2023 г. (76,9 рублей).

Например, для питч-сессии Российского Венчурного форума было направлено 317 заявки от венчурных компаний. По итогам первоначального отбора в экспозиции принял участия 51 проект, 20 стартапов по результату судейского решения выиграли участие в программе акселерации. Из публичных источников известно, что общий объем запрашиваемого финансирования составил 2,3 млрд. руб. (таблица 1).

На форуме GoGlobal Forum, ориентированном на экспансию российских стартапов в иностранные юрисдикции, приняло участие девять технологических компаний с общим привлекаемым капиталом 855,2 млн. руб. (таблица 1).

На форуме Startup Village общий объем запрашиваемых инвестиций среди 140 российских компаний (всего 144 стартапов, 4 проекта уже были представлены на Российском венчурном форуме и поэтому исключены из выборки) составил 8,2 млрд. руб. (таблица 1).

Таблица 1 – Оценка спроса на венчурное финансирование в России за 2023 г.

	Российский венчурный форум	GoGlobal Forum	Startup Village
Организатор	РАВИ	ФРИИ	ВЭБ.РФ
Дата проведения	16.03.2023	21.04.2023 - 22.04.2023	24.05.2023 - 25.05.2023
Количество представленных стартапов	51	9	140
Привлекаемый капитал	2 279 099 790 Р	855 196 778 Р	8 065 700 000 Р
Средний чек	44 688 231 Р	95 021 864 Р	57 612 143 Р
Общий капитал	11 199 996 568 Р		

Источник: составлено автором по материалам [105], [26], [193]

Можно сделать вывод, что минимальный спрос российского венчурного бизнеса в 2023 г. составил 11,2 млрд. руб. Ограничения расчета спроса по данной методологии состоит в том, что она не учитывает проекты, не представленные на питч-сессиях форумов, а также стартапы, привлекающие инвестиции через

инвестиционные платформы. Учитывая, что на участие в Российском венчурном форуме претендовало 317 компаний, а средний запрос финансирования на один из 51 представленных стартапов составляет 44,7 млн. руб., можно оценить общий спрос российского венчурного бизнеса в 2023 г. в 23,1 млрд. руб.

Новые геополитические условия также повлияли на возникновение определённых рыночных ниш для отечественного бизнеса и российской экономики. Например, из-за санкционного давления со стороны Евросоюза (ЕС), связанного с ограничением торговли, Россия лишалась существенного объема импорта ряда критически важных товаров, включая сферу передовых технологий (электронные компоненты, современные полупроводники, квантовые компьютеры и программное обеспечение), энергетику, авиационно-космическую промышленность, других товаров и услуг [180].

Импортозамещение является одним из ключевых механизмов для поддержания государством технологического прогресса на фоне внешнего экономического давления. Если процессы импортозамещения, которые начались на территории Российской Федерации в 2014 г. носили внесистемный характер и благоприятно повлияли в большей степени на такую сферу как сельское хозяйство, то эскалация гибридного конфликта в 2022 г. стала причиной необходимости разработки альтернативной иностранным аналогам продукции в разнообразных критических сферах экономики для поддержания внутренней стабильности в стране [134], [35].

Акимкина Д.А., Хрусталёв Е.Ю., Хрусталёв О.Е. (и не только они) считают, что импортозамещение высоких технологий пойдет на пользу России и необходимо было еще раньше начинать системное органическое импортозамещение, потому что зависимость от импорта долгое время не позволяла России достичь научно-технологического суверенитета и высокого уровня конкурентоспособности в мире [2], [135]. Стратегия постоянного импорта товаров-составляющих передовых технологий из иностранных юрисдикций больше не является жизнеспособной для функционирования российских отраслей

экономики (например, в сфере электроники 95% комплектующих приходилось на импортную продукцию) в текущей геополитической реальности [2].

Стоит отметить, что для эффективного и результативного импортозамещения необходимы государственная поддержка и крупные объемы вложений для того, чтобы автоматизировать внутреннее высокотехнологичное производство [9]. Очевидно, что наукоемкие и капиталоемкие технологические отрасли требуют высокого уровня компетенции и финансирования [93].

Для того, чтобы поддержать потребительский спрос и снизить дефицит зарубежных товаров на фоне экономических ограничений, летом 2022 г. на территории Российской Федерации начала активно работать программа параллельного импорта, которая отвечает за международную торговлю и ввоз определенной категории подлинных товаров через дружественные страны без согласования со стороны иностранного правообладателя [137]. Метод параллельного импорта в известной степени является вынужденным, но чрезмерное увлечение им может негативно повлиять на процессы импортозамещения и несет в себе риски для создания альтернативных российским продуктам товаров и услуг, увеличивая ценовую конкуренцию на домашнюю продукцию и уменьшая приток внутренних инвестиций [6].

Результаты проведенных исследований свидетельствуют, что несмотря на внешние факторы, повлиявшие на иммиграцию существенного количества нерезидентов (зарубежных инвесторов), ИТ-экспертов (необходимый ресурс для инновационного бизнеса) и состоятельных людей с большим капиталом (потенциальные бизнес-ангелы), покинуло Россию в 2022 – 2023 гг., отечественные предприниматели продолжают изобретать высокотехнологические проекты, требующие финансовых ресурсов для роста и экспансии исследовательской и операционной деятельности их бизнеса. В условиях текущей геополитической реальности участникам отечественной венчурной индустрии следует сфокусироваться на внутренних ресурсах и использовать стратегический комплексный подход для развития венчурного

бизнеса в стране, чтобы укрепить технологический и экономический суверенитеты Российской Федерации.

Для реализации этих целей государство должно способствовать развитию инноваций во всех сферах экономики за счет финансовой поддержки и оптимизации российского инвестиционного законодательства. Самодостаточный отечественный венчурный рынок станет одним из конкурентных преимуществ для Российской Федерации на международной арене. Развитие венчурного финансирования будет способствовать росту внутреннего производства, при этом благодаря мобилизации частного капитала, оно способно диверсифицировать монополию государства над отечественными инновациями.

Ожидается, что мировой тренд на дедолларизацию, а также ограничения по выводу капитала за рубеж из России и тренд на импортозамещение иностранной продукции внутри российской юрисдикции будут способствовать росту финансирования российских венчурных компаний.

Таким образом устойчивое самостоятельное развитие отечественной венчурной индустрии в среднесрочной перспективе послужит также и стимулом для роста инвестиционной привлекательности российской экономики среди зарубежных инвесторов из дружественных юрисдикций на фоне дедолларизации, деглобализации и роста системы многополярного мира.

Важно отметить, что будущая интеграция такой платежной системы как BRICS PAY и/или новой денежной единицы БРИКС с российской экономикой позволит отечественному венчурному бизнесу увеличить объемы внешнего финансирования за счет капитала инвесторов из стран-резидентов организации БРИКС. Китай и Индия, которые являются странами-участницами БРИКС, занимают второе (69,5 млрд. долл.) и четвертое место (25 млрд. долл.) по объемам венчурного финансирования в 2022 г. в мире, соответственно. Для привлечения российскими стартапами капиталовложений со стороны инвесторов из дружественных юрисдикций, а также для роста популярности российских частных компаний среди российского населения необходимо решить актуальные и обострившиеся в условиях изменившейся геополитической реальности

проблемы отечественного венчурного бизнеса. Улучшение прозрачности венчурной экосистемы в стране, повышение финансовой грамотности и культуры населения в области венчурного финансирования, технологического предпринимательства и устойчивого развития, а также решение проблемы выхода из венчурного капитала будет способствовать стимулированию российского венчурного бизнеса и росту капиталовложений в российские стартапы со стороны инвесторов.

1.2. Методы обеспечения прозрачности российского венчурного рынка

На проблему прозрачности российского венчурного рынка указали эксперты из Счетной палаты еще в 2020 г. Отсутствие официальных статистических данных по венчурным сделкам на фоне множества разных версий исследования динамики рынка со стороны частных аналитических компаний отрицательно влияло на инвестиции в отечественные инновационные стартапы, в том числе по средствам государственного финансирования [16].

Ученые разделяют точку зрения экономистов. Например, А.О. Баранов, Е.И. Музыко и В.Н. Павлов в своем исследовании утверждают, что непрозрачная российская венчурная индустрия нуждается в формировании электронной площадки для эффективного взаимодействия венчурного бизнеса с инвесторами. В эту инфраструктуру должна быть интегрирована сегментированная по регионам и сферам деятельности база данных с уже реализованными проектами, а также в ней должны размещаться новые стартапы, нуждающиеся в финансировании.

Вторым этапом для улучшения прозрачности отечественного венчурного бизнеса ученые выделяют необходимость формирования официальной статистической информации по отечественной венчурной индустрии со стороны государства и считают, что такими полномочиями можно было бы наделить Росстат [11].

В российской профессиональной и научной среде существуют разные определения венчурных и прямых инвестиций. Например, Банк России характеризует венчурные инвестиции как капиталовложения в предприятия, находящиеся на ранних высокорискованных этапах своего развития (посевная, стартап и расширение). Прямое инвестирование Банк России относит к приобретению доли в уставном капитале или акций частных предприятий с большим потенциалом развития [100].

В Концепции технологического развития на период до 2030 года, утвержденной в 2023 г. правительством РФ, венчурными инвестициями определены вложения капитала в наукоемкие предприятия на ранней стадии и стадии роста с целью финансирования разработки и масштабирования инновационных товаров и услуг компаниям, которые характеризуются большой потенциальной доходностью, но компенсируются высоким уровнем риска, который должен учесть инвестор [54].

Е.Ю. Макушина в своей диссертации рассматривает венчурные инвестиции с точки зрения профессиональных капиталовложений институциональными инвесторами (венчурными фондами) посредством долевого финансирования и бридж-финансирования (конвертируемый заем) в частные хозяйственные общества на ранних этапах развития (посевная, стартап, расширение), имеющие существенный потенциал роста за счет инновационной составляющей [66].

Важно отметить, что несмотря на то, что большая часть объемов венчурного финансирования в России и в мире в целом поступает от венчурных фондов (частных, корпоративных и государственных), роль частных инвесторов (бизнес-ангелов) не должна быть недооценённой. Действительно, именно бизнес-ангелы поддерживают компании на самой ранней посевной стадии развития стартапа, когда риск потери средств наивысший. Поэтому физические лица (розничные инвесторы) должны рассматриваться наряду с юридическими лицами (институциональными инвесторами) в качестве ключевых субъектов при определении венчурного финансирования [50].

Для повышения репрезентативности выводов диссертации, ее автор, в дополнение к анализу различных нормативных правовых актов, диссертаций и статей, провел интервью с признанными российскими экспертами, обладающими высоким уровнем авторитета в профессиональном сообществе в области венчурного и прямого финансирования (таблица 2). По мнению автора такой метод опроса позволил получить наиболее развернутые и искренние ответы респондентов для исследования чем в случае, если бы применялся метод анкетирования. Интервью является наиболее оптимальным методом опроса для небольшой когорты опрошиваемых.

Таблица 2 – Опрошенные автором эксперты.

ФИО эксперта	Должность и место работы	Место и дата проведения интервью
Иванов Степан Петрович	бывший ассоциат фонда «RTP Global»	г. Москва, 19.04.2021
Новиков Станислав Павлович	инвестиционный директор фонда «ТилТех Капитал»	г. Москва, 21.09.2023
Алиев Альберт Валерьевич	сооснователь и управляющий партнер краудинвестиционной платформы «Brainbox.VC»	г. Москва, 07.12.2023
Мовенко Ирина Юрьевна	бывший операционный директор фонда «Sova VC»	г. Москва, 13.12.2023
Степанов Илья Николаевич	сооснователь и партнер фонда «Daily Challenge», учредитель и генеральный директор консалтинговой компании ООО «ДИСИ»	г. Москва, 21.12.2023
Бобошко Михаил Сергеевич	основатель «Евразийского клуба альтернативных инвестиций», председатель комитета по хедж-фондам «НАУРАН»	г. Москва, 22.12.2023

Источник: составлено автором

Взаимодействие с экспертами было структурировано в форме полустандартизированных интервью по заранее подготовленным 10 вопросам и личных бесед с российскими экспертами. Автор составил вопросы в соответствии с предметом исследования и положениями диссертации. Одним из аспектов этих интервью стало обсуждение проблемы прозрачности венчурного рынка и возможных путей ее повышения. Общий список вопросов экспертам их ответы указаны в Приложениях диссертации.

Квалифицированные эксперты, опрошенные автором, также дали свои определения VC и PE направлениям. Например, С.П. Новиков рассматривает венчурные инвестиции с точки зрения капиталовложений в непубличные предприятия, продукт или технология которых еще не подтвердили гипотезу ценности для целевой аудитории. Прямые инвестиции он характеризует как инвестиции в компании с целью развития текущей бизнес-модели на более широкий ряд клиентов и тестирование гипотезы роста продукта¹⁰. А.В. Алиев определяет венчурные инвестиции как инвестиции в частные компании с быстро масштабируемыми продуктами, нуждающиеся в маркетинге. Прямые инвестиции эксперт относит к любым инвестициям в непубличные компании с целью получения пассивного дохода¹¹. Похожей позиции придерживается и И.Н. Степанов, который относит венчурные инвестиции (инвестиции целью которых является быстрый рост капитализации и дальнейшая продажа актива) к одному из сегментов прямых инвестиций (вложение средств в непубличные активы)¹².

Профессор А.М. Марголин в своем учебнике привел подробную классификацию основных типов инвестиций, сегментировав их на направления (инвестиции в финансовые и нефинансовые активы) и на возможности участия в управлении объектом инвестирования (прямые, портфельные и прочие инвестиции). К прямым инвестициям отнесены вложения капитала компанией или частным инвестором, позволяющие акционеру принимать участие в управлении компанией-реципиентом инвестиций, где у акционера приобретена доля (обычно не менее 10% в уставном капитале или пропорциональное количество обыкновенных акций в хозяйственных обществах). При этом портфельные инвестиции не подразумевают управления объектом инвестиций из-за незначительного объема долевого финансирования со стороны инвестора [67].

¹⁰Здесь и в дальнейшем приводится информации по материалам интервью, данного С.П. Новиковым автору диссертации (Приложение).

¹¹Здесь и в дальнейшем приводится информации по материалам интервью, данного А.В. Алиевым автору (Приложение).

¹²Здесь и в дальнейшем приводится информации по материалам интервью, данного И.Н. Степановым автору (Приложение).

Из этого можно сделать вывод, что венчурные инвестиции в России – это вид альтернативных финансовых инвестиций, подразумевающий капиталовложения физических и/или юридических лиц в перспективные непубличные отечественные компании на ранних стадиях развития с высоким потенциалом роста (масштабированием) и соответствующим риском. При этом венчурные инвестиции могут относиться, как и к прямым, так и к портфельным инвестициям в зависимости от доли участия венчурного инвестора в акционерном/уставном капитале компании-реципиента инвестиций.

Истоки отечественной венчурной индустрии начались в 1993 г. и были связаны с финансированием Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР) программы развития региональных фондов венчурного капитала. Действующие на тот момент венчурные фонды, являвшиеся членами ЕБРР, приняли решение о формировании одноименной организации, объединяющей их интересы по развитию прямых и венчурных инвестиций на территории России, и в 1997 г. основали Российскую ассоциацию венчурного инвестирования (РАВИ) [68].

РАВИ является соорганизатором региональных венчурных ярмарок и Российского венчурного форума, которые каждый год собирают вместе участников отечественной и зарубежной венчурной индустрии, законодателей и других заинтересованных лиц. Один из последних венчурных форумов, прошедший 16 марта 2023 г. в Казани (автор принял очное участие), состоял из питч-сессий стартапов и множества пленарных заседаний, где эксперты делились мнением и отвечали на вопросы аудитории.

Также РАВИ является первым основным поставщиком информации по результатам венчурного инвестирования в Российские стартапы. РАВИ публикует аналитические обзоры индустрии с 2004 г. на своем сайте, поэтому они доступны широкой публике. РАВИ оценивает капиталовложения в российские венчурные компании за период 1994-2004 гг. в 2,4 млрд. долл. При этом за эти 10 лет основными инвесторами являлись нерезиденты (доля иностранных инвесторов составила 97% за 1994 – 1998 гг. и 74% за 1999 – 2004 гг.) [83].

Динамика суммы инвестиций и проведенных сделок на российском венчурном рынке с 2005 по 2012 гг., рассчитанная РАВИ, изображена на рисунке 7.



Источник: составлено автором по материалам [79]

Рисунок 7 – Венчурное финансирование в России за период 2005-2012 гг. по версии РАВИ

Согласно оценке РАВИ, объемы венчурного финансирования выросли до 158 млн. долл. (или +35% г-к-г) по итогам 2022 г. На рисунке 8 показано, что несмотря на то, что количество инвестиций сократилось в три раза (до 28 сделок), средний чек вырос почти в четыре раза из-за более поздних раундов с крупным капиталом.



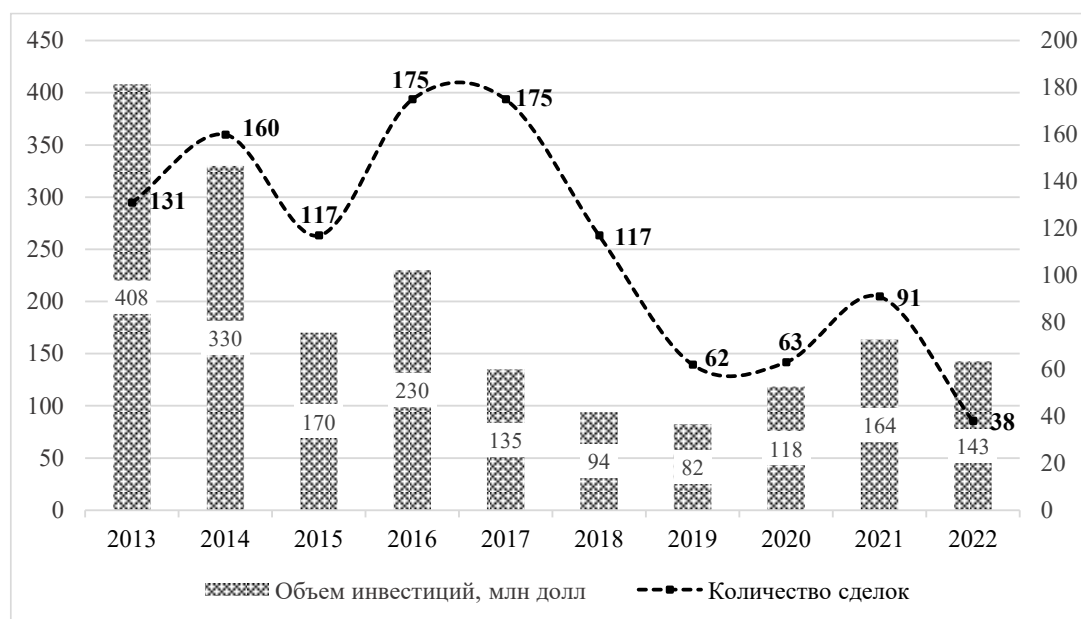
Источник: составлено автором по материалам [80], [81]

Рисунок 8 – Венчурное финансирование в России за период 2013-2022 гг. по версии РАВИ

В процессе обработки информации было выявлено, что методология РАВИ основывается на привлеченном капитале от институциональных инвесторов (государственные, корпоративные, частные и зарубежные венчурные фонды), которые вкладывают в венчурные проекты на следующих стадиях развития: посевная, стартап, рост и расширение (в некоторых случаях). При этом сумма инвестиции не должна превышать 100 млн. долл. за сделку. Частных венчурных инвесторов и акселераторов РАВИ не включает в реестр инвесторов. Следовательно, можно сделать вывод что такая методология не отражает реальную полномасштабную картину венчурного финансирования в Российской Федерации. Тем не менее, РАВИ является первым и единственным российским источником, отражающим динамику венчурного инвестирования с начала ее зарождения в 1994 г.

К второму системному исследователю рынка венчурного финансирования можно отнести информационный портал PREQVECA, который на платной основе через подписку предоставляет клиентам ежемесячные новости по венчурным сделкам (Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень PREQVECA MONTHLY). PREQVECA используют комбинированную методологию в обработке данных: напрямую взаимодействует с участниками венчурного рынка (консультанты сделок отправляют порталу информацию) и используют статистику сайта mergers.ru.

Согласно оценке PREQVECA, объемы венчурного финансирования уменьшились до 143 млн. долл. (или -12,9% г-к-г) по итогам 2022 г. Количество VC сделок сократилось на 58,2% г-к-г (до 38 сделок). (рисунок 9).



Источник: составлено автором по материалам [39]

Рисунок 9 – Венчурное финансирование в России за период 2013-2022 гг. по версии PREQVECA

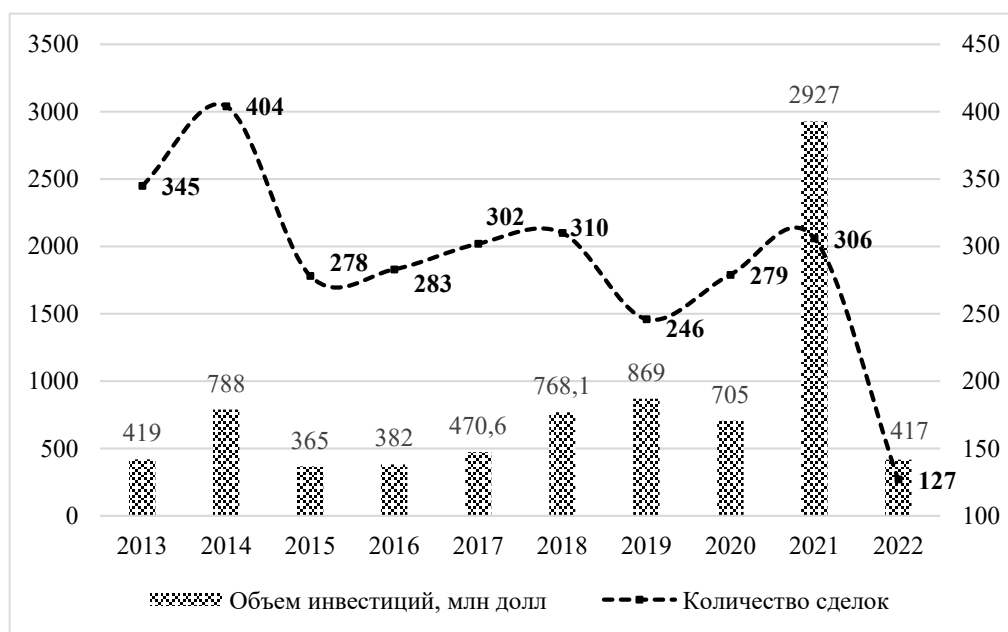
Третьим исследователем российского венчурного рынка является платформа Dsight. Ее можно отнести к российскому аналогу зарубежных аналитических сервисов CB Insights, Crunchbase, Dealroom, PitchBook, Preqin, который аккумулирует крупную базу данных отечественного венчурного рынка. Владелец платформы, компания ООО «Дисайт» была основана в 2019 г. и, став резидентом инновационного центра «Сколково», получила от одноименного фонда несколько грантов общим размером около 2,8 млн. руб. и привлекло более 9,9 млн. руб. по программе СТАРТ от Фонда содействия инновациям за 2020-2022 гг. [84].

В период с 2014 по 2018 гг. отчеты выпускались компанией RMG Partners, а начиная с 2019 г. под брендом Dsight. Dsight ведет венчурную базу данных, добавляя в нее новые сделки, и выпускает аналитические отчеты по результатам венчурной деятельности «Венчурная Россия» и «Венчурная Евразия», которые включают динамику объемов венчурного инвестирования (в долларах), количество сделок за отчетные полугодие или год, а также комментарии экспертов рынка.

Методология Dsight более широкопрофильная, чем у РАВИ и PREQVECA и включает помимо институциональных инвесторов еще и таких участников рынка

как акселераторов с бизнес-ангелами. При этом институциональных инвесторов она сегментирует на разные виды фондов (частные, корпоративные и фонды с государственным участием). Также в отдельную категорию выделены иностранные инвесторы.

Согласно оценке Dsight, объемы венчурных инвестиций составили 417 млн. долл. (69,5% г-к-г) по итогам 2022 г. Количество VC сделок сократилось на 58,5% г-к-г (до 417 сделок) (рисунок 10).



Источник: составлено автором по материалам [17]

Рисунок 10 – Венчурное финансирование в России за период 2013-2022 гг. по версии Dsight

Частные венчурные фонды вложили наибольший капитал в стартапы (159 млн. долл.) в 2022 г., подсчитала Dsight. Изображенные на рисунке 11 объемы финансирования иностранными инвесторами составили 138 млн. долл. (эквивалентно доле в 33,1%), несмотря на наложенные в отношении России санкции.

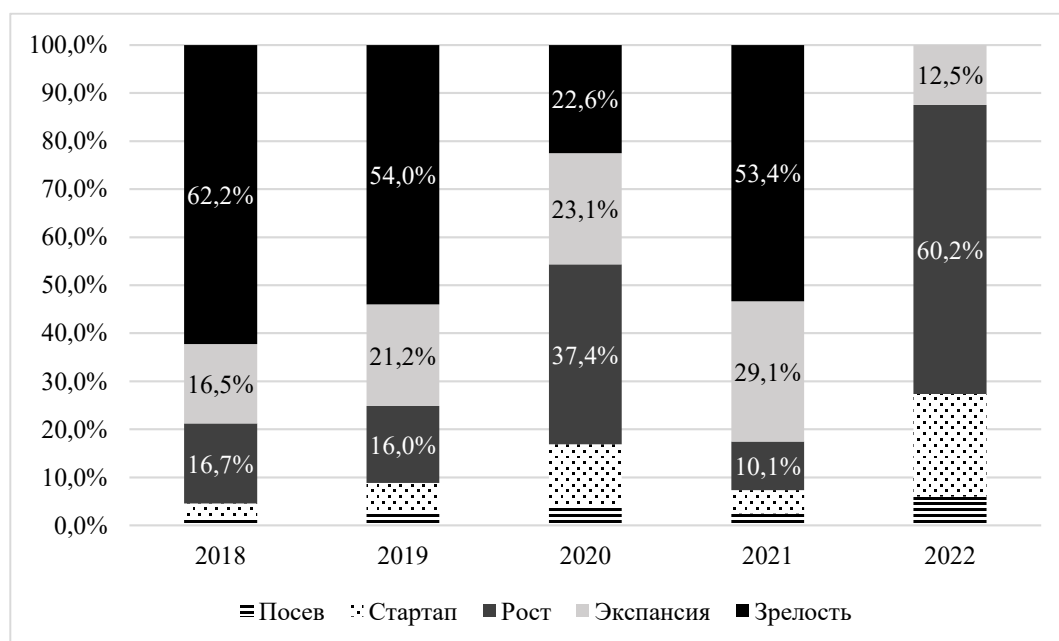


Источник: составлено автором по материалам [17]

Рисунок 11 – Сегментация венчурных инвесторов в России за 2022 г.

Стоит отметить, что наличие значительных административных барьеров и бюрократизации бизнес-процессов ограничивает приток частного капитала в отечественный венчурный бизнес, поэтому в России государственное финансирование венчурных проектов занимает существенную долю (18,2%) в общих объемах капиталовложений [90]. При этом в условиях новой геополитической реальности ожидается сокращение инвестиций нерезидентов в венчурные проекты в пользу российских частных инвесторов и государственных фондов.

Основное отличие методологии Dsight, в том, что она включает также инвестиции в поздние этапы развития технологических компаний (зрелость), где стоимость всего нескольких сделок может превысить остальные категории (посевная, стартап, рост и расширение) за обозреваемый период. Например, в 2021 г. из 2927 млн. долл. венчурных инвестиций 1562 млн. долл. (53,4%) было направлено на финансирование зрелых предприятий (рисунок 12). При этом было проведено всего 12 сделок (3,9% общего количества). В 2022 г. не было совершено ни одной сделки со стартапами на стадии зрелость.



Источник: составлено автором по материалам [17]

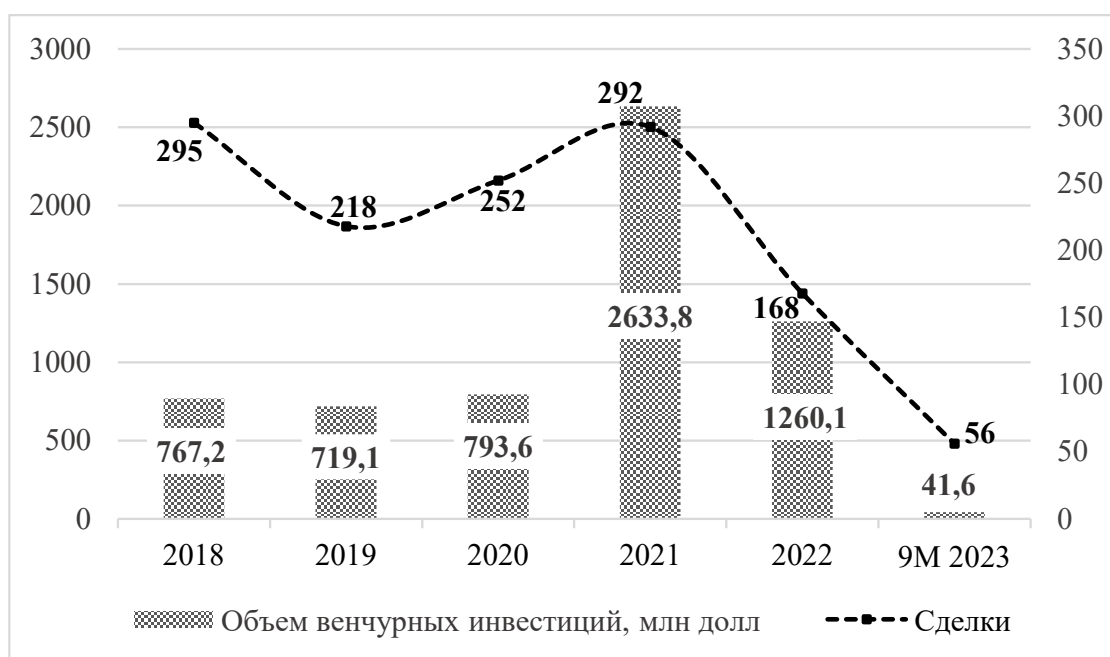
Рисунок 12 – Доли стадий венчурного финансирования в России за период 2018-2022 гг.

В исследовании Dsight по динамике венчурного рынка включаются, как и российские стартапы так и компании, основателями которых являются/являлись граждане Российской Федерации, при этом эти компании оперируют в основном на зарубежных рынках и прямого отношения к России не имеют. Следовательно, такая оценка, завышая ежегодные объемы российского рынка венчурного финансирования, может дезинформировать стейкхолдеров отечественной венчурной индустрии.

В 2021 г. Агентством инновации города Москвы был разработан аналитический портал, Venture Guide, мониторящий венчурные сделки на территории Российской Федерации. Этот портал, основанный с помощью сервиса Dsight, обновляется ежемесячно [21]. Сделки зафиксированные на Venture Guide сегментируются на венчурные стадии в зависимости от последовательности и объема раунда, а представленные категории инвесторов идентичны методологии Dsight [18]. Данные по объемам финансирования публикуются в американской валюте. База данных Venture Guide включает статистику сделок, проведенных с 2017 г. Согласно оценке Venture Guide, объемы венчурного финансирования по итогам девяти месяцев 2023 г. составили 41,6 млн. долл., поэтому ожидается, что

в 2023 г. размер венчурной индустрии должен достигнуть минимальных значений за последние пять лет (рисунок 13).

Отметим, что негативная динамика (представлена на рисунке 13) может отражать нежелание, как и некоторых инвесторов, так и предпринимателей, раскрывать информацию о проведенных сделках, чтобы минимизировать санкционный риск на фоне изменившейся геополитической реальности. В качестве примера можно привести российские стартапы, которые планируют масштабироваться в иностранной юрисдикции.

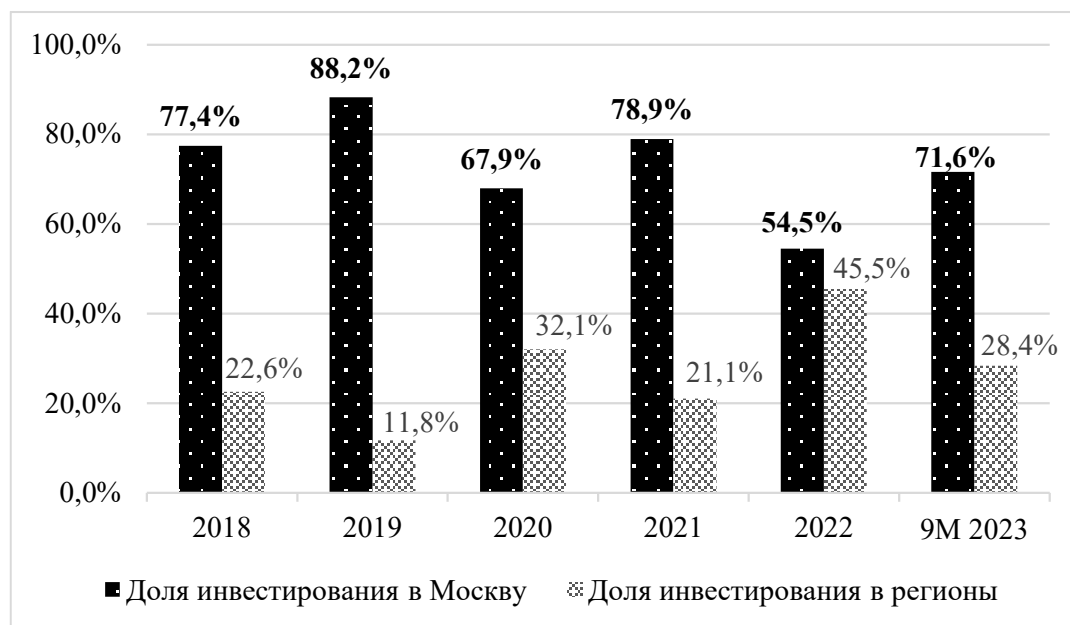


Источник: составлено автором по материалам [18]

Рисунок 13 – Венчурное финансирование в России за период 2018 – 9 месяцев 2023 гг. по версии Venture Guide

Согласно оценке Venture Guide, на столичные стартапы ежегодно приходится более половины капиталовложений инвесторов. Так, на проекты, зарегистрированные в других регионах России в 2022 г., пришлось 45,5% объема финансирования. (рисунок 14). Е.О. Яковлев объясняет данную тенденцию тем, что в Москве проживает наиболее состоятельное население России, а также в столице существует более развитая чем в регионах инфраструктура для привлечения капитала в инновационный бизнес (технологические кластеры, стартап-хабы, муниципальные власти, активно принимающие участие, в виде того же ГБУ «Агентство инноваций Москвы»). Результаты исследования ученого

демонстрируют, что география стартапа в пользу Москвы влияет на размер инвестиций на раннем (предпосевная/посевная) и более позднем (масштабирование) этапах развития предприятия [156].



Источник: составлено автором по материалам [18]

Рисунок 14 – Венчурное финансирование в Москве и регионах России за период 2018 – 9 месяцев 2023 гг.

По итогам исследования было выявлено, что российские исследователи венчурного рынка (РАВИ, PREQVECA и Dsight) помимо отличий в методологии ежегодно пересматривают и корректирует статистические данные по венчурному рынку за предыдущие годы в новых публикуемых годовых отчетах в России. Они редактируют, как и количество сделок, так и объем инвестиций, а иногда такие изменения являются существенными. Данная тенденция обосновывается комплексной составляющей в индустрии венчурного капитала, потому что не все участники рынка желают раскрывать условия и размеры сделок в публичном пространстве.

Тем не менее, систематические изменения количественной информации по венчурному рынку могут дезинформировать разные группы стейхолдеров, особенно новых участников рынка, которые только начинают путь венчурных инвесторов или технологических предпринимателей. При этом разные

методологии информационных порталов РАВИ, PREQVECA и Dsight вносят дополнительную неопределенность.

Прозрачность венчурного бизнеса является необходимым условием его развития. Поскольку компании, проводящие исследования и публикующие отчеты с их результатами, основываются на разных методологиях, целесообразно сформировать агрегированную микроэкономическую базу данных для ведения реестра по сделкам, объемам инвестиций и количеству фондов и выходов из венчурного бизнеса с ее ежеквартальным обновлением и выпуском соответствующих отчетов на русском и английском языках. Официальная статистическая база данных в России могла бы показать наиболее точную агрегированную динамику развития венчурной индустрии и стать бенчмарком для всех венчурных стейкхолдеров. Такая информация полезна как инвесторам, так и компаниям-инициаторам венчурных проектов для анализа рыночных трендов и принятия инвестиционных решений. [68].

Введение официальной статистики должно благоприятно повлиять и на деятельность научного сообщества, исследующего российский венчурный рынок. Например, Н. Темури в своей работе для оценки влияния пандемии COVID-19 на отечественную венчурную индустрию использовал статистические данные из отчетов с разными методологиями: РАВИ (Обзор российского рынка венчурных инвестиций) и PWC («MoneyTree Навигатор венчурного рынка») и указал на важность дальнейшего анализа российской индустрии на фоне геополитического давления со стороны запада [131]. PWC перестала публиковать аналитику российского венчурного бизнеса после 2020 г. Поэтому дальнейшее исследование динамики рынка с точки зрения последствий пандемии в 2021 г. или введенных по отношению к России санкций в 2022 г., основываясь на аналитических данных PWC, было бы нереализуемым. Следовательно, пришлось бы использовать данные других поставщиков информации, что нарушило бы линейность исследования.

В интервью с автором эксперты выразили позицию, что официальные данные по вложениям в российские стартапы благоприятно повлияют на

отечественную венчурную экосистему. И.Ю. Мовенко утверждает, что объективная и надежная информация о состоянии российского рынка венчурного финансирования и его тенденциях принесет пользу всем стейкхолдерам индустрии¹³. Мнение другого эксперта И.Н. Степанова заключается в том, что для реализации этой цели необходимо правильно сформировать и автоматизировать процесс сбора данных по венчурным сделкам, потому что компании-реципиенты венчурных инвестиций – непубличные, и не все участники сделок раскрывают соответствующую информацию¹⁴. А.В. Алиев считает, что систематизация статистических данных пойдет на пользу российскому рынку, но главным инструментом в повышении его прозрачности, ликвидности и эффективности видит в создании площадки, где будут котироваться акции венчурных компаний на вторичном рынке. Такая инфраструктура позволит начальным венчурным инвесторам делать выход из стартапов, а вторичным инвесторам приобретать у первичных их акции, не дожидаясь следующего раунда венчурного финансирования¹⁵.

Существуют и другие решения по улучшению прозрачности рынка венчурных инвестиций. Например, Е.Ю. Макушина утверждает, что официальная регулируемая статистика венчурного рынка не разработана из-за отсутствия методологии определения стадий венчурных инвестиций в отечественных нормативных правовых актах. При этом результаты исследования ученой демонстрируют, что венчурные фонды, структурированные в России в форме инвестиционного товарищества, не раскрывают важную информацию перед инвесторами в отличие от их зарубежных аналогов (партнёрств с ограниченной ответственностью) в развитых странах. Публикация консолидированной финансовой отчетности венчурных фондов, отчет об оценке портфельных компаний-реципиентов инвестиций фондов и другое сопутствующее раскрытие

¹³ Здесь и в дальнейшем приводится информации по материалам интервью, данного И.Ю. Мовенко автору (Приложение).

¹⁴ Авторское интервью с И.Н. Степановым (Приложение).

¹⁵ Авторское интервью с А.В. Алиевым (Приложение).

информации, считает Е.Ю. Макушина, благоприятно повлияет на отечественную венчурную индустрию [66].

Подводя итоги, важно отметить, что российские аналитические компании, публикующие статистику по венчурному рынку, как и зарубежные аналоги, используют разные методологии в своей работе. Тем не менее, западная венчурная индустрия является более развитой чем российская, что подтверждается ежегодным количеством сделок и объемами финансирования. На фоне изменившейся геополитической реальности необходимость в официальной федеральной базе данных стала еще более актуальна, потому что отечественному венчурному рынку необходима дополнительная консолидация для восстановления динамики и увеличения темпов роста.

Следовательно, является целесообразным создание и регулярное обновление официального реестра венчурных сделок, отражающего статистику по количеству сделок и сумме капиталовложений в такие проекты. Автор считает, что Банк России может взять на себе функцию ведения реестра и публикации финальных результатов в ежегодном отчете «Годовой отчет банка России» под заголовком «Венчурное финансирование в России» и/или выпускать данные в форме отдельного ежегодного информационно-аналитического отчета, посвящённого альтернативным инвестициям в стране.

Разработанная автором методология по ведению определения объемов венчурного финансирования и количеству сделок за отчётный период включает учет следующих параметров:

- **К российским компаниям-реципиентам венчурного капитала отнести:**
 1. Юридические лица (ООО, АО) и/или их оперирующие в России дочерние структуры), зарегистрированные в России и являющиеся налоговыми резидентами страны;
 2. Компании, у которых не менее 51% выручки приходится на российскую юрисдикцию;
 3. Компании с внутренней ставкой доходности (IRR) не менее 20% годовых и/или с крупным потенциалом роста (масштабирования);

- **Венчурные стадии компаний-реципиентов инвестиций:** начальные (посевные и стартап) и поздние (рост и расширение); (в случае если компания до закрытия раунда остается налоговым резидентом России и/или доля ее выручки в российской юрисдикции составляет не менее 51%). Методология распределение сделок на венчурные стадии указана в таблице
- **Сегментировать венчурных инвесторов предлагается в пять основных категорий:**
 1. Розничные инвесторы (бизнес-ангелы, инвестирующие напрямую без посредника). При этом наличие статуса квалифицированного инвестора у физического лица или индивидуального предпринимателя не влияет на категорию;
 2. Институциональные инвесторы (акселераторы, государственные венчурные фонды, институты развития, инвестиционные банки, частные венчурные фонды и прочие);
 3. Иностранные инвесторы (физические лица, юридические лица и фонды, не являющиеся резидентами Российской Федерации на момент совершения сделки);
 4. Корпоративные инвесторы (корпорации и корпоративные венчурные фонды);
 5. Краудинвесторы (клиенты инвестиционных платформ, которые посредством долевого венчурного финансирования приобретают часть эмиссии акций в стартапах). Они выделяются в отдельную категорию, потому что клиентами платформ могут быть физические лица, ИП и юридические лица;
- **К венчурным инвестициям** отнесены доленое финансирование и конвертируемые займы суммой не более 10 млрд. руб, за раунд финансирования;
- **Стадия зрелости и сделки по выходу) компаний-реципиентов инвестиций** не будут учитываться в расчетах объемов венчурного финансирования.

- **Прямое долговое финансирование (выпуск облигаций, банковский и частный долг) и краудлендинг** также не будет учитываться в расчетах.

Объем венчурных инвестиций должен быть рассчитан и опубликован в российской валюте (опционально показатели могут быть продублированы в будущей валюте БРИКС или американской валюте по средневзвешенному курсу).

Таблица 3 – Классификация стадий венчурного финансирования с учетом определенных характеристик.

Характеристика/Венчурная стадия	Посевная	Стартап	Рост	Расширение
Примерная сумма раунда (руб.)	до 50 млн	50 млн - 250 млн	250 млн - 1,5 млрд	1,5 млрд - 10 млрд
Риск потери вложений	максимальный	высокий	средний	умеренный
Ожидаемая IRR	35%	30%	25%	20%
Выручка	нет/пилотные продажи	есть	есть	есть
Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA)	отрицательная	отрицательная/положительная	положительная	положительная
Чистая прибыль	отрицательная	отрицательная	отрицательная/положительная	положительная
Основные инвесторы	основатели компании, бизнес-ангелы, краудинвесторы, институциональные инвесторы	бизнес-ангелы, краудинвесторы, институциональные инвесторы, корпоративные инвесторы	краудинвесторы, институциональные инвесторы, корпоративные инвесторы	институциональные инвесторы, корпоративные инвесторы

Источник: составлено автором

Автор считает, что Банк России может использовать комбинированную методологию сбора данных: самостоятельно обрабатывать информацию от участников венчурного рынка, СМИ и других закрытых или публичных источников, и взаимодействовать с РАВИ, PREQVECA, DSIGHT и Startup Guide для аккумулирования и обработки их статистики. Банку России также необходимо напрямую взаимодействовать с сообществами венчурных инвесторов и ассоциациями бизнес-ангелов. В результате разработки и последующей публикации «Объемов венчурного финансирования в России» улучшится прозрачность венчурного бизнеса в стране.

Отсутствие единой статистической базы данных о венчурных сделках в публичном доступе не предоставляет возможности точной обработки результатов по всем раундам финансирования стартапов в период 2013-2022 гг. Таким образом, для определения объемов вложений в венчурные компании в

российской валюте автором был проведен расчёт средних показателей суммы объемов финансирования трех поставщиков венчурной статистики (РАВИ, PREQVECA и DSIGHT) с учетом годового средневзвешенного курса доллара.

Формула:

$$\text{Russian VC volume} = \frac{(R * \text{USD_RUB}) + (P * \text{USD_RUB}) + ((D - pe) * \text{USD_RUB})}{3} + C, \text{ где}$$

Russian VC volume – объемы венчурного финансирования в России;

«USD_RUB» - курс доллара; «R» – РАВИ; «P» – PREQVECA; «D» – Dsight; «pe» – стадии зрелости; «C» – краудинвестинг.

Данная методология используется, чтобы рассчитать примерные объемы венчурного рынка, начиная с 2013 г. Для расчёта финального значения объемов к среднему значению были добавлены инвестиции от краудинвестинга, которые раскрывает Банк России в своих отчетах (таблица 4). Количество сделок, не отображённое в объемах, должно быть указано отдельно в отчетах Банка России с сегментацией согласно виду венчурных инвесторов или стадиям финансирования.

Таблица 4 – Расчет объемов венчурного финансирования в России за период 2013-2022 гг.

Год	USD/RUB	РАВИ	PREQVECA	Dsight (без зрелости)	Краудинвестинг	Авторская оценка
в млрд рублей						
2013	31,8	9,0	13,0	13,3	0,0	11,8
2014	38,4	5,8	12,7	29,0	0,0	15,9
2015	61,0	8,8	10,4	22,0	0,1	13,8
2016	67,0	8,6	15,4	18,9	0,3	14,6
2017	58,4	7,4	7,9	16,1	0,2	10,6
2018	62,7	10,0	5,9	18,2	0,4	11,7
2019	64,7	8,5	5,3	25,9	0,2	13,5
2020	72,1	8,5	8,5	39,4	2,2	21,0
2021	73,7	8,6	12,1	100,5	4,7	45,1
2022	68,5	10,8	9,8	28,6	7,6	24,0

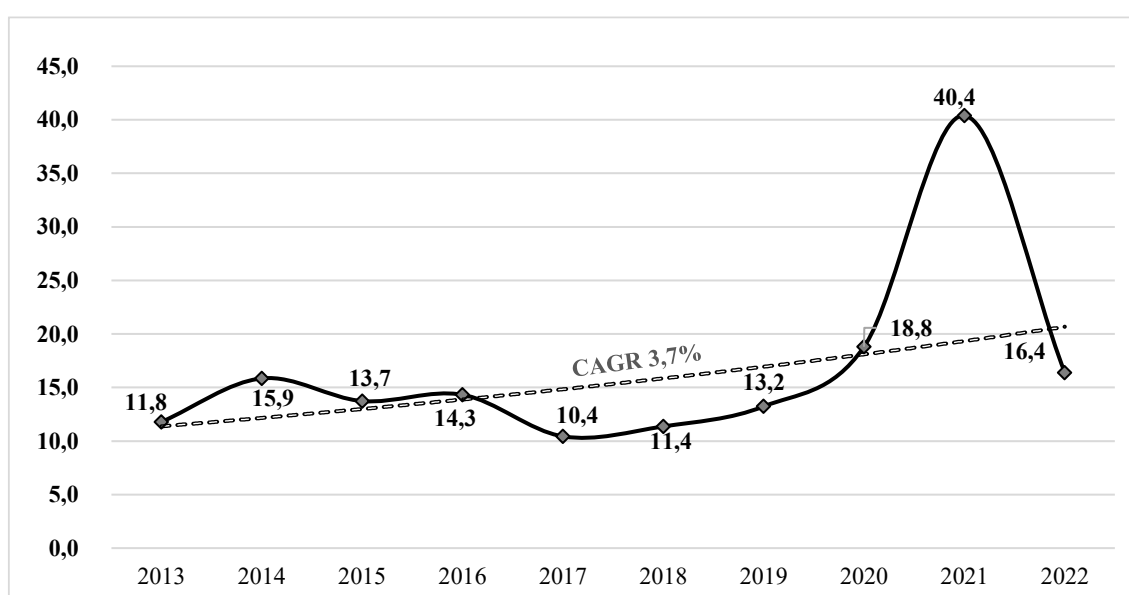
Источник: составлено автором

Таким образом, в отличие от методологии аналитических платформ авторская методология:

- 1) определяет объемы венчурного финансирования в российской национальной валюте, а не в долларах США (в отличие от РАВИ, Dsight, PREQVECA);
- 2) включает сделки только российских компаний, у которых минимум 51% выручки генерируется в России (в отличие от Dsight, PREQVECA);

- 3) включает помимо венчурных фондов также бизнес-ангелов и другие виды инвесторов (в отличие от РАВИ и PREQVECA);
- 4) включает сделки инвестиционных платформ в направлении краудинвестинга (в отличие от РАВИ, PREQVECA) отдельную категорию (в отличие от Dsight);
- 5) не включает сделки на стадии зрелости (в отличие от Dsight).

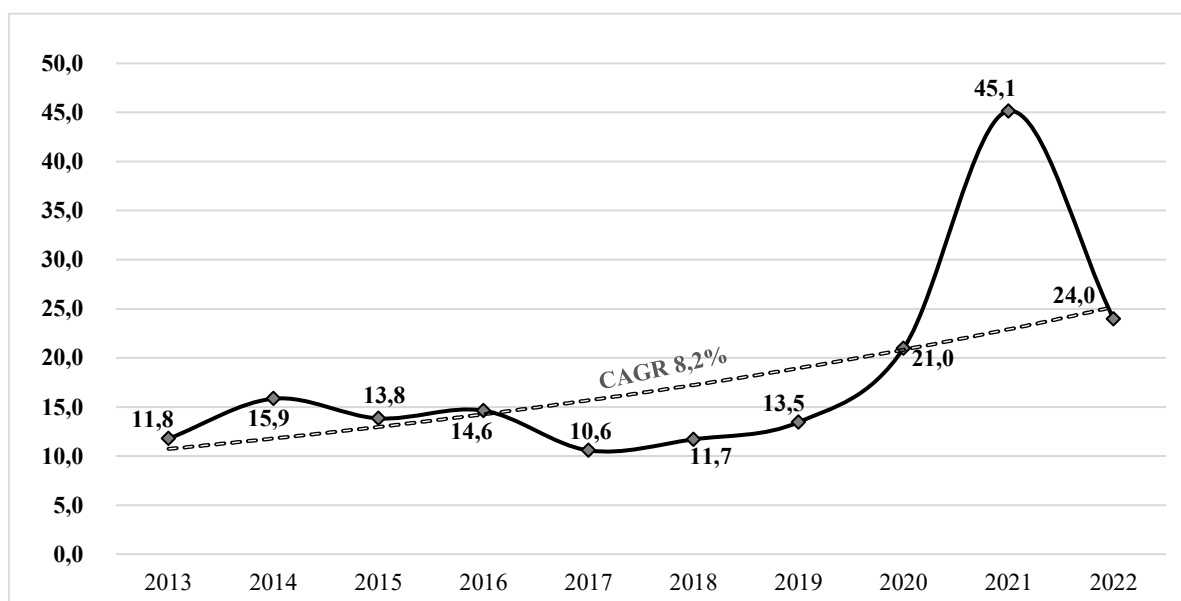
Рассмотрим результаты расчета двух версий объемов. Согласно объемам (без учета краудинвестинга), уровень венчурных инвестиций упал до 16,4 млрд. руб. (-59,4% г-к-г) в 2022 г. Совокупный среднегодовой темп роста (CAGR) за обозреваемый период составил +3,7% (рисунок 15).



Источник: составлено автором

Рисунок 15 – Объемы венчурного финансирования в России (без краудинвестинга) за период 2013-2022 гг.

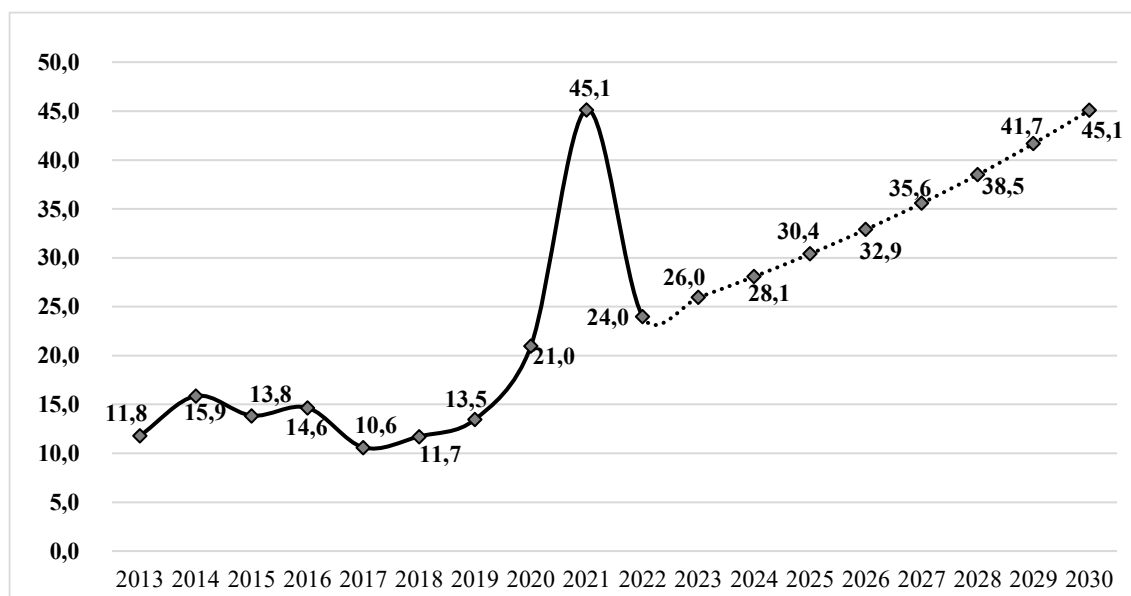
Согласно финальной версии объемов (с учетом краудинвестинга), в 2022 г. уровень венчурных инвестиций упал до 24 млрд. руб. (-46,9%). При этом CAGR за обозреваемый период составил +8,2%. Отметим, что рыночное предложение 2022 г. (24 млрд. руб.) сопоставимо с потенциальным общим спросом венчурного финансирования со стороны стартапов в 2023 г. (23,1 млрд. руб.) (таблица 1 и рисунок 16). Следовательно, можно сделать вывод, что спрос российского венчурного бизнеса на финансирование инвесторами сохранился в 2023 г., несмотря на изменившуюся геополитическую реальность.



Источник: составлено автором

Рисунок 16 – Объемы венчурного финансирования в России (с краудинвестингом) за период 2013-2022 гг.

Если предположить, что рынок венчурного финансирования продолжит развиваться текущим CAGR (+8,2%), то он достигнет прежних пиковых значений в 45,1 млрд. руб. только к 2030 г. (рисунок 17).



Источник: составлено автором

Рисунок 17 – Объемы венчурного финансирования в России за период 2013-2022 гг. с прогнозом до 2030 г.

Результаты расчета объемов показывают, что для того, чтобы венчурный рынок продемонстрировал двузначные среднегодовые темпы роста на фоне текущей геополитической реальности, а его размеры увеличились в несколько раз к 2030 г., а не снова достигли исторических максимальных значений в 45,1 млрд. руб., необходим ряд комплексных мер для развития отечественного венчурного финансирования в Российской Федерации. Эти инициативы должны покрывать основные потребности субъектов венчурного бизнеса на стадии инвестирования, масштабирования и роста капитализации стартапа и на стадии выхода из нее. Следует также провести более детализированное исследование рынка краудинвестинга (акционерного краудфандинга) с точки зрения нового регулируемого инструмента венчурного финансирования, а также оценить его влияние на российский венчурный бизнес в условиях изменившейся геополитической реальности.

1.3. Краудинвестинг в роли инновационного метода венчурного финансирования в России

Краудфандинг является современным методом альтернативного финансирования инновационного бизнеса. В его основе лежит объединение концепции краудсорсинга, отвечающей за использование коллективного труда для решения определенных задач, и концепции микрофинансирования, отвечающей за предоставление капитала третьим лицам на определенные цели. Поэтому в современном мире субъектами краудфандинга являются большой пул инвесторов с небольшими вложениями с одной стороны и малый бизнес, нуждающийся в финансовой поддержке, с другой [169].

В Российской Федерации платформы коллективного финансирования продолжают набирать популярность. Государство внесло весомый вклад в прозрачность индустрии инвестиционных платформ после введения Федерального закона от 02.08.2019 №259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные

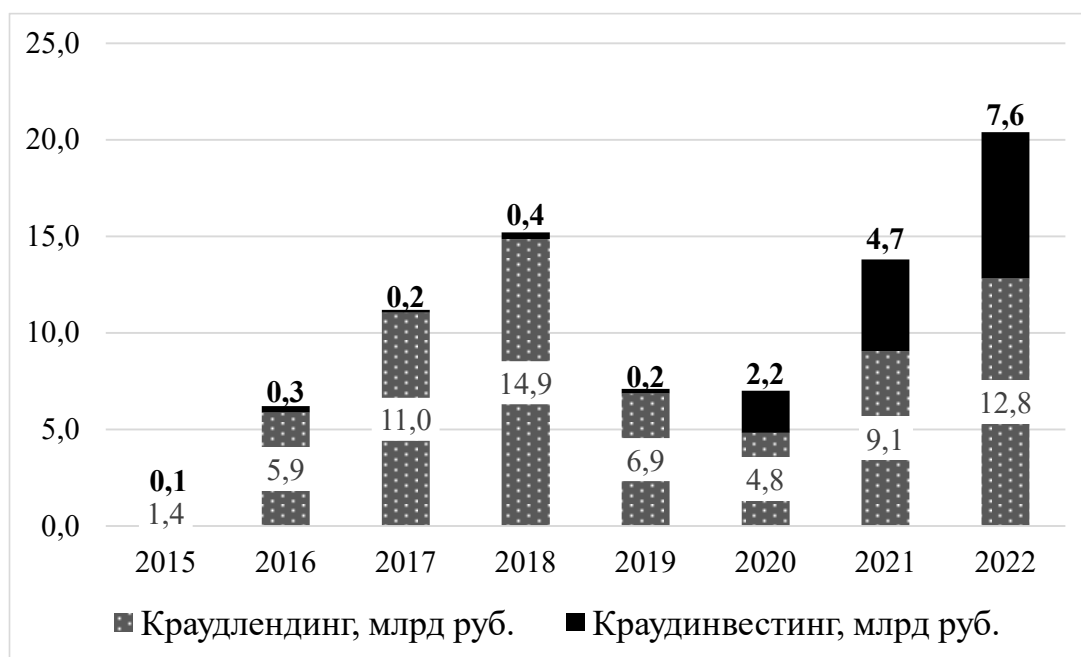
законодательные акты Российской Федерации» и благодаря началу регулирования деятельности платформ Банком России в 2020 г. через специальный реестр. Помимо дополнительной защиты средств вкладчиков увеличилась эффективность взаимодействия между инвесторами и предпринимателями [31].

- 1) В России существует несколько видов операторов инвестиционных платформ (ОИП), позволяющих вкладывать средства в деятельность малого и среднего бизнеса посредством коллективного финансирования: Долговой краудфандинг (краудлендинг) – метод коллективного инвестирования через онлайн платформу, подразумевающий финансирование непубличных юридических лиц и индивидуальных предпринимателей (ИП), посредством предоставления денежных займов под определенный процент [82].
- 2) Акционерный/долевой краудфандинг (краудинвестинг) – метод коллективного инвестирования через онлайн платформу, подразумевающий финансирование непубличных акционерных обществ посредством приобретения дополнительной эмиссии внебиржевых ценных бумаг (обыкновенных или привилегированных акций) через закрытую подписку [78].
- 3) Цифровой краудфандинг – метод коллективного инвестирования через онлайн платформу, подразумевающий финансирование юридических лиц и ИП, по средством приобретения утилитарных цифровых прав (УЦП) и цифровых финансовых активов (ЦФА). УЦП представляет права требования на использование интеллектуальной деятельности, предоставление определенных услуг и передачи вещей [101]. Понятие ЦФА было введено Федеральным законом от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» и может являться цифровым правом на участие в капитале частной компании в форме АО, возможность осуществления прав и

требования по эмиссионным ценным бумагам, а также права на денежные требования. Эмиссия и управление ЦФА основывается на технологии распределительного реестра и ведется через внесения записей в ее информационную систему [140].

В реестре операторов инвестиционных платформ Банка России числилась 71 компания на конец первого полугодия 2023 г. [102]. Инвесторами, использующими сервис ОИП, могут являться граждане, индивидуальные предприниматели и юридические лица. По итогам 2022 г. насчитывалось 26194 активных клиентов (всего 54600 клиентов), зарегистрированных на инвестиционных платформах. При этом, абсолютным большинством инвесторов (97,4%) являлись физические лица [78].

Отметим, что несмотря на неоднозначную динамику российского венчурного рынка, объемы краудфандинга выросли на 47,8% г-к-г и составили 20,4 млрд. руб. по итогам 2022 г. Краудинвестинг показал лучшую динамику (+60,1% г-к-г) за аналогичный период, достигнув 7,6 млрд. руб. привлечённого капитала. Анализируя диаграмму, можно сделать вывод, что акционерный краудфандинг приобрел популярность в России только после введения Федерального закона №259-ФЗ в 2020 г., до этого его объемы были незначительны. С 2020 г. доля краудинвестинга в объемах коллективного финансирования через инвестиционные платформы (31,1%) выросла до 34,3% в 2021 г. и составила 37,2% в 2022 г. (рисунок 18). Если такие темпы роста акционерного краудфандинга продолжатся, то объемы краудинвестинга должны превысить размеры краудлендинга в России к 2030 г.



Источник: составлено автором по материалам [82], [78], [110], [86], [29], [15]

Рисунок 18. Объемы краудлендинга и краудинвестинга в России за период 2015-2022 гг.

В.Б. Булатова отмечает, что помимо регулируемых ФЗ-259 способов коллективного финансирования (краудинвестинг, краудлендинг и цифровой краудфандинг), в России также функционируют классические формы краудфандинга: безвозмездный и неденежный. При безвозмездном краудфандинге клиентами платформы являются доноры, поддерживающие проекты, не получая материальной выгоды взамен. Неденежный краудфандинг подразумевает финансовую помощь со стороны клиентов, но при этом вознаграждение они получают в форме будущих товаров и услуг или дополнительных привилегий проекта. Причем платформы классического краудфандинга не входят в реестр ОИП и не регулируются Банком России [15]. В Российской Федерации с 2012 г. работают две платформы традиционного краудфандинга: Boomstarter (привлечено 579,9 млн. руб. в 2620 проекта) и Planeta.ru (привлечено 2,2 млрд. руб. в 8529 проекта).

Краудфинансирование является важным механизмом поддержки венчурного инвестирования на территории Российской Федерации. По оценке Банка России, 70% лиц, привлекающих инвестиции через инвестиционные платформы, являются субъектами малого и среднего бизнеса [78]. Краудлендинг подходит, в первую очередь, для наиболее развитых компаний, генерирующих

положительный денежный поток и способных ежегодно/ежеквартально выплачивать процент и тело займа своим инвесторам. Большинство предприятий, находящихся на ранних этапах развития, предпочитают доленое финансирование долговому, потому что они реинвестируют свои доходы в НИОКР и/или в рабочий капитал для достижения высоких темпов роста.

Анализ ОИП, предоставляющих услуги краудинвестинга, демонстрирует, что основной объем сделок акционерного краудфандинга (96,6%) приходится на компании, у которых основная деятельность – услуги регистратора (ведут реестр акционеров), депозитария и/или брокера, а функция ОИП является дополнительной. При этом существует лидер индустрии – НРК-Р.О.С.Т., на которую приходилось более 77,7% объемов краудинвестинга в 2022 г. [102]. Стоит отметить, что ОИП, основной деятельностью которых являются инвестиции в инновационные стартапы, набирают популярность в 2023 г. за счет активных маркетинговых кампаний, рассчитанных на розничных инвесторов.

Средний чек физических лиц краудинвесторов составил 3,3 млн. руб. в 2022 г., поэтому ЦБ считает, что краудинвестинг пользуется спросом в основном среди состоятельных граждан [78]. Тем не менее, как показывает анализ ОИП, у каждого бизнеса, который привлекает финансирование через инвестиционную платформу, варьируется минимальная сумма инвестиций, которую может вложить каждый краудинвестор. При этом новые платформы предлагают относительно невысокие пороги входа своим клиентам, тем самым увеличивая круг потенциальных инвесторов среди физических лиц. Например, компания Brainbox.VC предоставляет услуги краудинвестинга и предлагает своим клиентам невысокий порог входа (от 5000 руб.) для покупки акций российских инновационных компаний [102]. Следовательно, можно ожидать увеличение объемов краудинвестинга по итогам 2023 г. и в среднесрочной перспективе за счет притока новых розничных инвесторов и удержания действующих.

Коллективное финансирование частных компаний через инвестиционные платформы акционерного краудфандинга можно рассматривать и с точки зрения конкуренции традиционному венчурному финансированию, и одновременно как

его новый элемент [148]. С одной стороны, важность роли посредника (венчурного фонда) для финансирования технологических предприятий снижается на фоне более гибких условий привлечения капитала и более доступного порога входа для клиентов платформ краудинвестинга, влечет за собой риск потери доли рынка для классического венчурного инвестирования [92]. По мнению С.П. Новикова, краудинвестинг положительно влияет на ликвидность венчурного рынка на ранних этапах финансирования, но эксперт не видит возможности оценить его эффективность, потому что на текущий момент нет публичных данных об успешных выходах краудинвесторов из российских венчурных компаний¹⁶.

С другой стороны, акционерный краудфандинг является инструментом развития стартапов на ранних этапах их деятельности, когда часть крупных венчурных инвесторов не готова рисковать. Акционерный краудфандинг представляет инфраструктуру, позволяющую широкой категории розничных инвесторов инвестировать совместно с профессионалами. Это возможность, как и для стартапов, так и для инвесторов, протестировать гипотезу на ранних стадиях для дальнейшего масштабирования бизнеса и привлечения капитала со стороны крупных игроков [96]. Следовательно, за счет краудинвестинга венчурные фонды могут аккумулировать потенциальные сделки для капиталовложений на последующих стадиях, оптимизируя поиск портфельных компаний [116].

И.Н. Степанов отмечает, что размещение акций на инвестиционных платформах является самым последним вариантом привлечения капитала для тех отечественных стартапов, которым не удалось привлечь инвестиции от бизнес-ангелов или венчурных фондов напрямую, что может ставить под сомнение качество таких компаний. При этом эксперт не видит предпосылок к тому, чтобы акционерный краудфандинг смог заменить классические венчурные сделки с

¹⁶ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

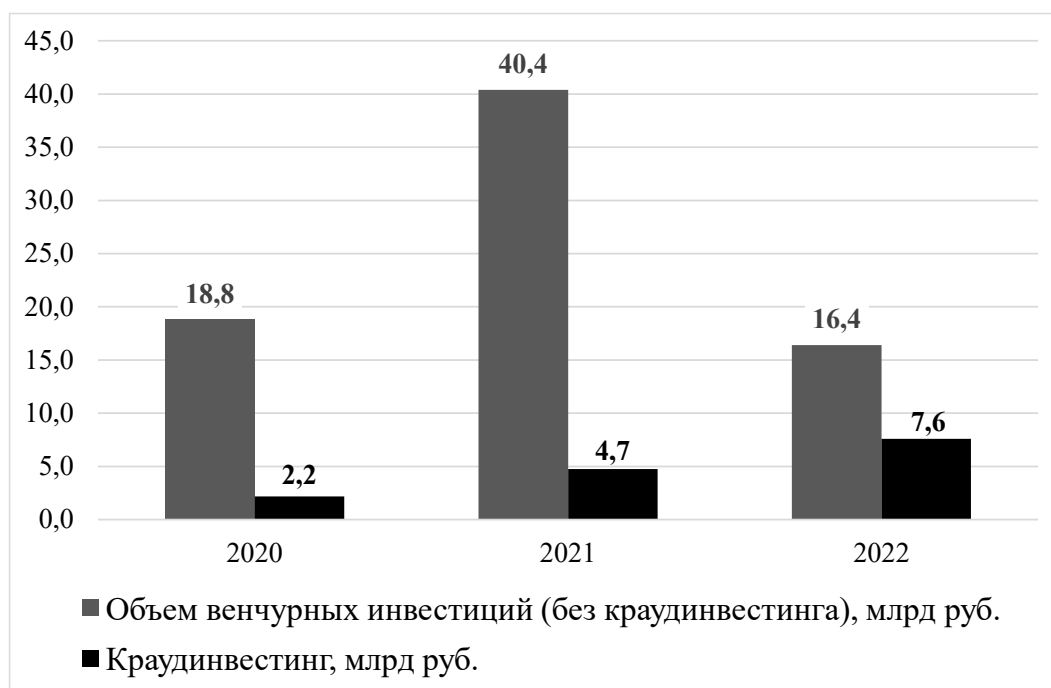
непубличными компаниями из-за несопоставимых возможностей «розницы» с капиталом институциональных инвесторов¹⁷.

Таким образом, акционерный краудфандинг удовлетворяет связанным с венчурным инвестированием задачам, утвержденными в распоряжениях правительства Российской Федерации:

- 1) Стратегия развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года (финансовая поддержка малого и среднего бизнеса на ранних этапах развития для увеличения рабочих мест и конкурентоспособности российского предпринимательства) [126];
- 2) Концепция технологического развития до 2030 года (поддержка наукоёмкого инновационного бизнеса, способного создавать и интегрировать высокие технологии в отечественную экономику) [54].
- 3) Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года (развитие венчурного финансирования с помощью альтернативного механизма коллективных инвестиций) [127].

Актуальность краудинвестинга как альтернативного инструмента поддержки венчурного бизнеса преобладает на фоне введенных санкций к российским кредитным организациям и оттока капиталовложений институциональных инвесторов [111]. Согласно рисунку 19, доля краудинвестинга в общих объемах венчурных капиталовложений в 2022 г. составила 31,6% (10,5% в 2021 г., 10,4% в 2020 г.).

¹⁷ Авторское интервью с И.Н. Степановым (Приложение).



Источник: составлено автора по материалам

Рисунок 19. Сравнение объемов венчурных инвестиций (без краудинвестинга) и краудинвестинга в России за период 2015-2022 гг. [82], [78], [15].

Автор придерживается мнения, что краудинвестинг является инновационным сегментом венчурного инвестирования, который в целом благоприятно влияет на рост объемов финансирования частного бизнеса в Российской Федерации, увеличивая его ликвидность и эффективность на фоне изменившейся геополитической реальности.

В краудинвестинге существует асимметрия информации. Представители платформ могут напрямую взаимодействовать с командой предприятий и более детально изучать продукты и сервисы, которые они разрабатывают. У небольших розничных инвесторов нет такой возможности, они ограничены финальным продуктом, а именно, предложением из отобранных платформой проектов и раскрытием информации о них. Тем не менее краудинвесторы имеют возможность диверсифицировать риски своих вложений, финансируя несколько разных бизнесов одновременно на разных платформах [151].

Крупные вложения инвесторов являются важным фактором успешного сбора денежных средств и закрытия раунда стартапом в указанные сроки. В. Yasar утверждает, что соинвестирование платформой в размещенные на ней проекты

является серьезным инструментом для построения доверительных взаимоотношений с инвесторами и помогает привлечь больше потенциальных клиентов платформы [260]. По такому пути, например, пошла российская платформа Brainbox.VC, чьи основатели вложили 10% от целевой суммы раунда в некоторые стартапы, размещенные на платформе [102].

Другим способ увеличения объемов краудинвестинга и преодоления асимметрии информации является синдикативное инвестирование, когда к розничным инвесторам, инвестирующим через платформу, присоединяется группа опытных частных инвесторов или институциональных инвесторов с крупным капиталом [260]. Например, в августе 2023 г. был успешно проведен раунд финансирования отечественного стартапа в сфере электромобильного бизнеса Нурер. В итоге было привлечено 350 млн. руб. через дополнительную эмиссию обыкновенных акций компании с помощью российской краудинвестинг платформы Zorko, при этом 63,7% суммы вложили стратегические инвесторы и основатели компании, а остальные 36,3% раунда были профинансированы более чем 750 розничными клиентами платформы [202].

И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина и Н.А. Кляровская в своем эмпирическом исследовании об оценке влияния разных параметров на инвестиционную привлекательность краудинвестинга в Великобритании в период 2011-2020 гг. выявили, что эмитенты, акции которых принадлежали в том числе менеджменту компаний, привлекали больше капиталовложений со стороны клиентов платформы. Владение акциями со стороны менеджмента компании-реципиента инвестиций повышает доверие инвесторов к проекту [12].

Компетенция в оценке стартапов крупными инвесторами также вызывает доверие у розничных клиентов, тем самым увеличивая объем финансирования. Эта гипотеза подтверждается немецкими учеными, которые провели эмпирическое исследование в области поведенческих финансов в сфере акционерного краудфандинга в Германии, основываясь на данных четырех крупнейших немецких краудинвестинговых платформ, отвечающих за 80% объема коллективного долевого финансирования в стране за период 2011-2014 гг.

Результаты их исследования доказывают, что крупные вложения инвесторов (не менее 10 000 евро с одного лица), проведенные через неделю после даты начала кампании по сбору средств стартапом на инвестиционной платформе, увеличивали в среднем на 31,6% размер привлеченного на следующий день капитала [200].

Несмотря на растущую популярность акционерного краудфандинга, у этого альтернативного финансового инструмента имеются свои ограничения. Н.В. Гречкин утверждает, что одним из недостатков краудинвестинга является невозможность инвестирования в компании, зарегистрированные в форме обществ с ограниченной ответственностью (ООО), а только в акционерные общества посредством закрытого размещения акций [33]. Данный фактор уменьшает потенциал финансирования компаний в форме ООО на ранних стадиях развития, тем самым вынуждая предпринимателей реорганизовывать юридические лица в АО или искать другие методы привлечения капитала. С другой стороны, российские инвестиционные фонды, вкладывающие в отечественный инновационный бизнес, предпочитают приобретать крупные миноритарные доли портфельных компаний (10 – 49%). Они инвестируют как в АО (в основном в голосующие акции), так и в ООО, покупая долю в обществе по номинальной стоимости с внесением инвестиций в добавочный капитал ООО либо через продажу доли в обществе¹⁸.

Институциональным инвесторам, вкладывающим на более поздних стадиях развития бизнеса, может не понравиться большой пул акционеров миноритариев портфельной компании, состоящий из множества физических лиц, поэтому высокий объем вложений со стороны краудинвесторов на посевной стадии может в перспективе затруднить последующие раунды инвестирования в венчурный бизнес [260]. Следовательно, для того, чтобы минимизировать такие риски, предпринимателям, размещающим свои инновационные проекты на инвестиционных платформах, необходимо корректно рассчитывать объем

¹⁸ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

дополнительной эмиссии обыкновенных (голосующих) акций, влияющий на корпоративное управление стартапа, или делать выпуск привилегированных (неголосующих) акций. Неголосующие акции подходят клиентам краудинвестинговых платформ, целью которых является получение дивидендных выплат и рост капитализации предприятий-реципиентов инвестиций, а не управленческий контроль над бизнесом [12].

Стоит отметить, что в акционерном краудфандинге также существуют определенные финансовые ограничения, как и в сторону инвесторов, так и в отношении лиц, привлекающих инвестиции. Клиенты физические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами, не могут вкладывать в компании-реципиенты инвестиций на платформах акционерного краудфандинга более 600 000 руб. в год. При этом данное ограничение не распространяется на ИП. Тем не менее, данный лимит стоит пересмотреть регуляторам в пользу повышения, потому что он существенно ограничивает потенциальные капиталовложения инвесторов в финансирование российского бизнеса [15]. Автор считает, что лимит для неквалифицированных инвесторов стоит увеличить хотя бы до 1,5 млн. руб. в год (напомним, что по оценке ЦБ средний чек инвестора 3,3 млн. руб. по итогам 2022 г.). Это добавит гибкости индустрии и увеличит инвестиционную привлекательность акционерного краудфандинга в России.

А.В. Киевич и Д.А. Койпаш отмечают, что некоторые платформы коллективного инвестирования основываются на методологии «все или ничего», которая подразумевает полный возврат вложений инвесторам в случае, если эмитент не соберет целевую сумму раунда в установленный срок [48]. При этом, большинство эмитентов, сотрудничающих с платформами, устанавливают сами нижний порог, достижение которого является необходимым условием для заключения договора инвестирования, и верхний порог инвестиции, по достижении которого раунд завершается [102]. В свою очередь, частные акционерные общества, предлагающие свои акции клиентам краудинвестинговых платформ, ограничены продажей акций в денежном эквиваленте, не превышающем один млрд. руб. за календарный год [139].

А.В. Алиев утверждает, что классическая форма краудинвестинга (приобретение акций АО через ОИП) имеет серьезные шансы занять лидирующую позицию по количеству сделок и объемам финансирования на российском венчурном рынке в среднесрочной перспективе. При этом эксперт ожидает, что в России также есть потенциал для альтернативных моделей акционерного краудфандинга: «time-for-equity» (инвесторы не вкладывают денежные средства, а получают акции стартапа за их определённый трудовой вклад в его развитие) и «media-for-equity» (инвесторы не вкладывают денежные средства, а получают акции стартапа за оказания ему услуги рекламы и продвижения).¹⁹

Подводя итоги, можно сделать вывод, что акционерный краудфандинг в России является набирающим популярность направлением коллективного инвестирования в непубличный российский бизнес. Краудинвестинг позволяет гражданам и юридическим лицам приобретать акции российских частных компаний через инвестиционные платформы с целью дальнейшей продажи ценных бумаг на вторичном или публичном рынках при росте их капитализации и/или для получения дивидендов.

Преимущества краудинвестинга состоят в относительно низком пороге входа, позволяющем розничным инвесторам инвестировать в перспективные проекты на ранних стадиях развития. Исследования выявили, что принцип краудинвестинга работает эффективнее в случае соинвестирования ОИП в размещающиеся компании и/или при синдикативном инвестировании с крупными венчурными инвесторами. В свою очередь, этот современный метод венчурного финансирования имеет ряд ограничений, которые необходимо учитывать субъектам венчурной индустрии.

Коллективный способ долевого финансирования непубличных предприятий (70% средств клиентов вложено в малый и средний бизнес по итогам 2022 г.), особенно популярный для стартапов на ранних стадиях развития, позволяет им

¹⁹ Авторское интервью с А.В. Алиевым (Приложение)

масштабироваться и увеличивать привлечение капитала на более поздних стадиях развития. Рост объемов акционерного краудфинансирования начался в 2020 г. с началом регулирования операторов инвестиционных платформ со стороны Банка России после принятия соответствующего Федерального закона. Вложения в акции российских непубличных компаний через отечественные инвестиционные платформы составили 7,6 млрд. руб. по итогам 2022 г. (2,2 млрд. руб. – 2020 г. и 4,7 млрд. руб. – 2021 г.).

Для устойчивых темпов развития акционерного краудфандинга в Российской Федерации регулятору стоит рассмотреть вопрос об увеличении текущего максимального годового лимита инвестирования для неквалифицированных инвесторов, по мнению автора, минимум в два раза, а также продолжить его интеграцию в российскую экономику, увеличивая информированность населения о таком финансовом инструменте как краудинвестинг [116]. У акционерного краудфандинга есть потенциал в дальнейшем развитии и поддержке отечественного венчурного бизнеса за счет эффективного регулирования и притока новых инвесторов, использующих этот инновационный механизм венчурного финансирования. Для дальнейшей популяризации этого инклюзивного инструмента среди российских венчурных инвесторов необходимо улучшить уровень финансовой грамотности и культуры населения в стране.

Глава 2. Механизмы стимулирования венчурного финансирования

2.1. Повышение финансовой грамотности населения как необходимое условие развития отечественного венчурного бизнеса

В условиях изменившейся геополитической реальности и сохраняющегося спроса со стороны отечественного технологического бизнеса на финансирование инновационной деятельности российское общество является основным внутренним ресурсом, способным удовлетворить потребность в венчурном финансировании российских компаний. Для этого важно определить компетентность россиян в сфере венчурного инвестирования, недостаточный уровень которой несет в себе относительно высокий риск потери вложенных средств.

Проблему влияния низкого уровня финансовой грамотности населения на динамику венчурного финансирования в России поднимают такие ученые и эксперты как С.И. Володин, В.И. Волкова, Е.И. Дуденкова, Е.А. Лысова, К.В. Сальникова и другие. Было отмечено, что в странах с высоким уровнем финансовой грамотности и культуры предпринимательства населения венчурное инвестирование является фундаментальной составляющей финансового рынка и национальной экономики [37]. Формирование будущего поколения инвесторов, которое обладает современными предпринимательскими и инвестиционными компетенциями, не боится допускать ошибки и умеет учиться на них, является стратегическим шагом, который позволит Российскому венчурному бизнесу выйти на новый уровень [23].

К.В. Сальникова утверждает, что осведомленность российского населения в сфере бизнеса и венчурного инвестирования нуждается в развитии. Для роста уровня финансовой грамотности общества эксперт рекомендует проводить больше специализированных мероприятий на темы инвестиций и

предпринимательства [112]. С.И. Володин и В.И. Волкова рекомендуют ввести занятия по предпринимательской деятельности и венчурному инвестированию в старших классах отечественных школ [23]. Важно отметить, что финансовая грамотность является фундаментальным фактором не только для потенциальных инвесторов, но для всех стейкхолдеров венчурной индустрии. Например, предприниматели и управленцы, которые умеют эффективно использовать привлеченный капитал, пытаясь воплотить идею стартапа в процветающий бизнес, могут способствовать успеху проекта, а следовательно, и благополучию инвесторов [7], [258].

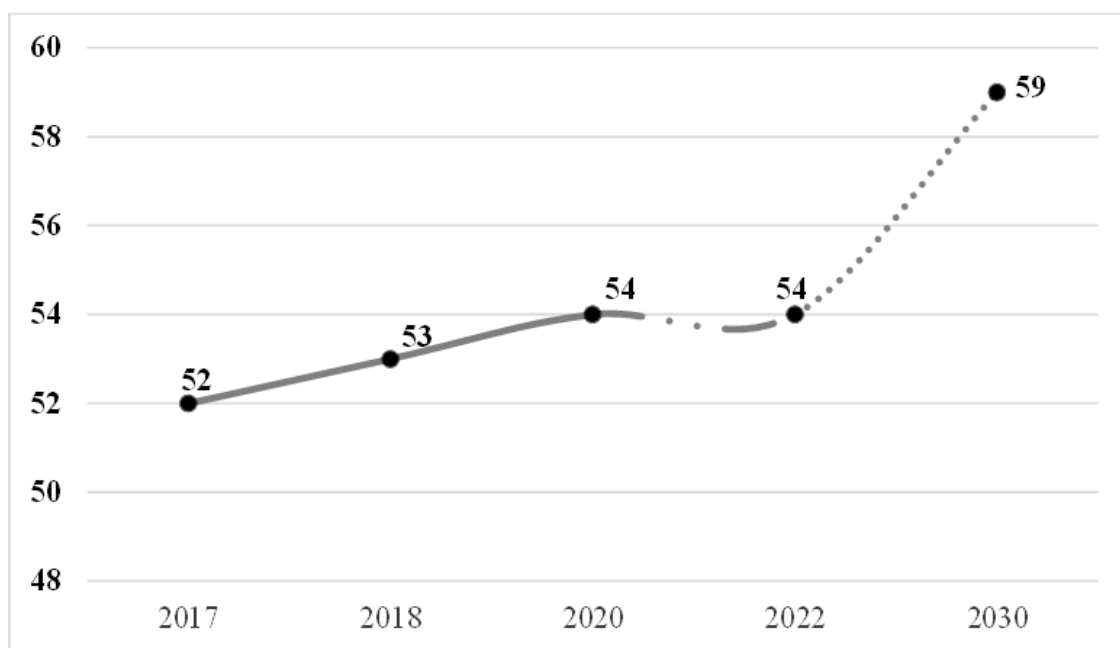
Исследования вышеупомянутых экспертов несут в себе рекомендательный характер по повышению финансовой грамотности в России. При этом ученые не проводили эмпирический анализ для определения уровня экономической компетенции россиян и их готовности идти на риск при инвестициях. Поэтому перед автором стоит задача, обработав качественную и количественную информацию, провести оценку влияния роста финансовой грамотности российского населения на развитие отечественного легального венчурного бизнеса и предоставить рекомендации по ее повышению в условиях изменившейся геополитической реальности, учитывая среднесрочные цели национального развития.

И.Ю. Евстафьева определяет финансовую грамотность как аккумулированные знания, а также совершенствуемые умения и навыки населения области финансов, которые учитывают постоянные изменения в российской финансовой индустрии и удовлетворяют потребностям людей в достижении финансового благополучия [38].

Ответственными ведомствами в повышении финансовой грамотности на территории Российской Федерации являются прежде всего Банк России (ЦБ), Минфин России, Минпросвещения России, Минобрнауки России [36]. Для того, чтобы проанализировать влияние финансовой грамотности на венчурное

финансирование в России, было проведено исследование методологии оценивания уровня финансовой грамотности россиян.

По оценке ЦБ, уровень финансовой грамотности в стране, рассчитанный Институтом фонда «Общественное мнение» по собственной методологии, совмещенной с методологией ОЭСР, (включает: финансовые знания, финансовое поведение, финансовые установки), растет и составил 54 балла по итогам 2020 г. Базовое прогнозное значение в 2022 г. эквивалентно показателю 2020 г, прогноз на 2030 г. составляет 56-62 балла (59 среднее значение) (рисунок 20). Согласно отчету ОЭСР, Российская Федерация занимала 13 место по уровню финансовой грамотности среди взрослых граждан, опрошенных 23 странами-членами ОЭСР в 2020 г. [226].



Источник: составлено автором по материалам [124]

Рисунок 20 – Уровень финансовой грамотности в России за 2017 – 2022 гг. и прогноз на 2030 г.

По результатам опроса, опубликованного ЦБ в 2022 г., выявлено, что 36% респондентов из более 4000 россиян вообще не имеют представления о фондовом рынке. При этом лишь 44% опрошенных понимают разницу между банковским депозитом и инвестированием. Следует отметить, что 57% представителей молодежи (возраст 14-22 года по методологии опроса) и 48% взрослых

инвесторов склонны к риску. Немного больше половины опрошенных (51%) осознают, что уровень доходности пропорционален уровню риска [44].

Тем не менее, более половины российских граждан готовы идти на риск и понимают соотношение риска к доходности, но опрос не включает в себя проверку знаний людей о современных альтернативных финансовых инструментах венчурного финансирования (инвестиционные платформы, венчурные фонды), которые как раз и характеризуются повышенной доходностью и пропорциональным уровнем риска. Также нет вопросов, которые бы оценивали финансовую грамотность, связанную со знаниями населения о технологическом предпринимательстве.

Национальное агентство финансовых исследований (НАФИ), которое проводит исследования финансовой грамотности российского населения, отмечает, что цифровизация отечественной экономики и трансформация финансовых инструментов в инновационные продукты привела к актуальности оценивания цифровой финансовой компетентности российских граждан. НАФИ совместно с Минцифры провели анализ уровня цифровой грамотности россиян в 2022 г., по результатам которого был составлен индекс киберграмотности граждан (он составил 48,2 пункта из 100 максимальных). Результат ниже среднего подтверждает необходимость проведения более масштабной информированности населения о цифровых угрозах и рисках использования финансовых продуктов в сети Интернет [142].

Отметим, что объективный (независимо измеряемый) уровень финансовой грамотности существенно отличается от личной его оценки опрашиваемыми субъектами, которая обычно выше. Например, высоким измеряемым уровнем финансовой грамотности обладает только 15% населения России, при этом собственный уровень финансовой образованности высоко оценивают 24% россиян. Аналогичная ситуация и с уровнем цифровой грамотности, фактический показатель которого соответствует 17% опрошенных, в то время как 28% россиян считают себя очень финансово грамотными [142].

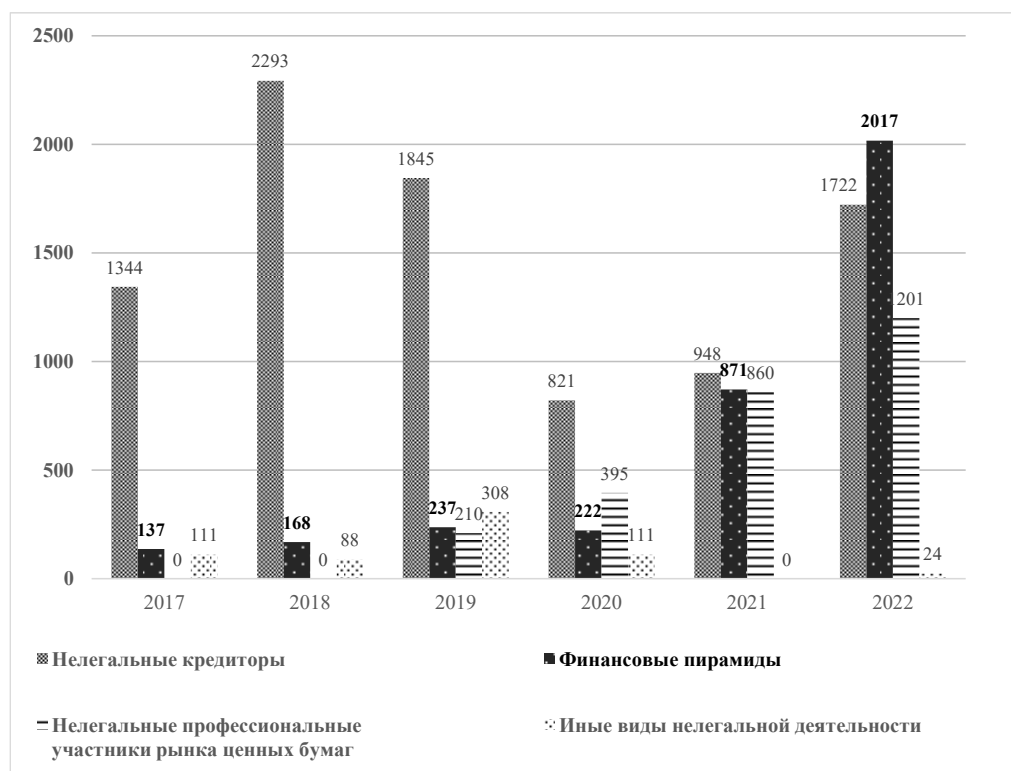
Самоуверенность граждан о своем высоком уровне финансовой образованности негативно влияет на расширение их финансовых знаний и умений, которые должны расти параллельно с развитием новых финансовых технологий [142], [259]. Следовательно, чем больше разница между объективным и субъективным уровнем грамотности людей, тем меньше финансовая безопасность и тем значительнее риск потенциального финансового ущерба.

В современном мире динамично развивающихся финансовых рынков и расширяющегося спектра применяемых финансовых инструментов тысячи российских инвесторов ежегодно становятся объектами мошенничества, в частности строителей финансовых пирамид. Финансовая пирамида представляет собой инвестиционный проект, который использует денежные потоки новых инвесторов для перераспределения средств и выплат старым вкладчикам. Такие схемы используют разные методы для привлечения средств и манипулирования аудиторией: сетевой маркетинг, реферальные программы (бонусы для участников за привлечения новых клиентов), а также эмиссию внутренней криптовалюты [52].

Согласно данным Банка России, в течение последних 20 лет среднегодовые потери россиян от участия в финансовых пирамидах составляли, примерно, 11 млрд. руб. [146]. При этом можно предположить, что реальный ежегодный объем распределения российского частного капитала в такую, по сути, незаконную деятельность существенно превышает официальную статистику из-за отсутствия информации о некоторых российских и иностранных злоумышленниках в реестрах регулирующих органов финансового рынка и правоохранительных органов [117]. Например, в одной из новостных статей приводятся данные Федерального фонда по защите прав вкладчиков и акционеров в 100 млрд. руб. ежегодного ущерба от финансовых пирамид [10].

Официальная статистика о деятельности недобросовестных организаций РФ отражена в интервью, пресс-релизах и отчетах Банка России и частично в отчетах Росфинмониторинга. Согласно рисунку 21, количество незаконных финансовых

компаний в России по итогам 2022 г. выросло до 4964 (или на 85,3% г-к-г). Финансовые пирамиды (40,6%) и нелегальные кредиторы (34,7%) разделяют первые два места среди всех субъектов безлицензионной деятельности на финансовом рынке. Нелегальные профессиональные участники рынка ценных бумаг (в основном форекс-дилеры) составляют 24,2% всех компаний-мошенников.

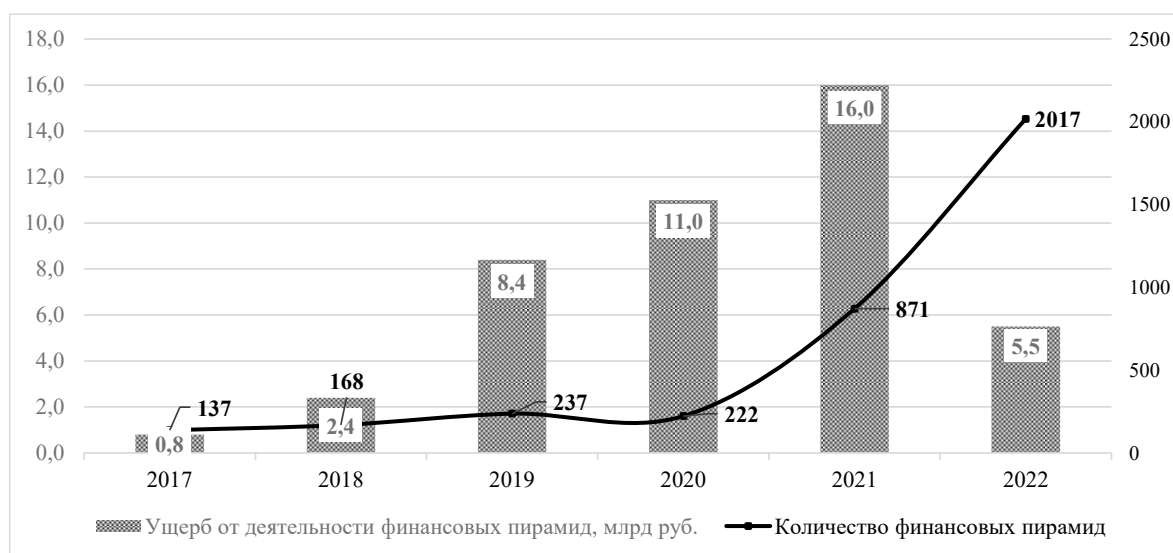


Источник: составлено автором по материалам [97], [30], [31]

Рисунок 21 – Количество незаконных субъектов на финансовом рынке за 2017-2022 гг.

По итогам 2022 г. объем ущерба от деятельности финансовых пирамид составил около 5,5 млрд. руб., а количество таких субъектов, внесенных в реестр Банка России, выросло более чем в два раза г-к-г, достигнув 2017 [64]. При этом 48% злоумышленников (968) общего числа финансовых пирамид имели отношения к криптовалютам [97]. Согласно оценке Росфинмониторинга в 2021 г. потери россиян от участия в мошеннических финансовых схемах превысили 16 млрд. руб., причем основной объем средств пришелся на восемь крупных пирамид [91]. По данным правоохранительных органов, самый большой ущерб (около 5 млрд. руб.) связан с проектом «Finiko», который принимал вклады

клиентов под 3-5% доходности в день [120]. В целом, информация о числе финансовых пирамид и величине потерь инвесторов в период 2017 – 2022 гг., основанная на обобщении доступной информации и расчетах автора, представлена на рисунке 22.



Источники: составлено автором по материалам [146], [64], [91], [30], [32].

Рисунок 22 – Активность финансовых пирамид в РФ за 2017-2022 гг.

Следовательно, можно сделать вывод, что колоссальный рост (на 131,6% г-к-г) количества пирамид в 2022 г. связан с активизацией интернет-мошенников внутри российской юрисдикции. При этом очевидно, что снижение показателей объемов ущерба вкладчиков в финансовые пирамиды в 2022 г. по сравнению со сформировавшимся ранее трендом обусловлено не отказом инициаторов недобросовестных финансовых практик от своей деятельности, а санкциями против российских финансовых институтов и временным падением доверия к внутренней финансовой системе, обусловленным геополитической реальностью.

В развивающихся странах деятельность финансовых пирамид имеет серьезные предпосылки из-за недостаточно развитой финансовой культуры и образованности населения [109]. Поэтому некоторые исследователи утверждают, что основой для предотвращения деятельности финансовых пирамид в России является повышение финансовой грамотности населения (потенциальной аудитории), массовая интеграция которой позволит минимизировать риск вовлечения денежных средств граждан в недобросовестные проекты [65].

Согласно «Стратегии повышения финансовой грамотности в Российской Федерации на 2017-2023 годы» (Стратегия 2017-2023 гг.), финансовая грамотность - «результат процесса финансового образования, который определяется как сочетание осведомленности, знаний, умений и поведенческих моделей, необходимых для принятия успешных финансовых решений и в конечном итоге для достижения финансового благосостояния» [124].

Данная гипотеза подтверждается результатами зарубежного эмпирического исследования, согласно которому люди, обладающие хорошими финансовыми знаниями, способны более точно анализировать информацию, оценивать потенциальные риски и доходность финансовых инструментов и, как следствие, легче выявляют мошенничество [228]. Поэтому устойчивое развитие финансовой грамотности российского населения может способствовать экономическому росту за счет защиты сбережений от вложений в мошеннические схемы в пользу инвестиций в отечественный финансовый рынок.

Несмотря на общий рост финансовой грамотности количество финансовых пирамид в России с 2017 г. не уменьшилось, а продолжает расти, потому что недобросовестные финансовые схемы способны быстро адаптироваться в цифровом мире и принимать новые, более современные формы [20]. В среднем жизненный цикл пирамид составляет 3-6 месяцев, но, несмотря на такой срок, они быстро масштабируются и клонируются создателями [108]. Следовательно, существует необходимость, помимо усовершенствования регулирования деятельности на финансовых рынках, в распространении актуальной финансовой информации, которая должна достаточно регулярно обновляться. Чтобы быть эффективными, инициативы по повышению финансовой грамотности должны быть масштабируемы и охватывать разные социальные слои населения, преобладать во всех социальных институтах (школы, институты и работодатели) [218].

Для инвесторов, которые готовы идти на риск ради высокой потенциальной прибыли, следует предложить соответствующие легальные проекты для их

капиталовложений. Принципиально важно, чтобы такие проекты не были связаны с финансовыми пирамидами и открывали возможности получения высокой доходности, пусть и в сочетании с повышенным риском, и одновременно содействовали развитию экономики, включая решение такой актуальной задачи, как обретение реального технологического суверенитета [70].

Сфера венчурного финансирования, обозначенная Правительством РФ как одно из ключевых направлений в рамках утвержденной «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года», нуждается в более современных методах развития финансовой грамотности и образованности населения [127]. Финансовая осведомленность российских граждан должна включать знания о разных инструментах финансового рынка, в том числе давать полное представление о рынке венчурного капитала. Полная информированность населения о сфере венчурных инвестиций позволит расширить взаимодействие разных ее стейкхолдеров (розничных инвесторов, институциональных инвесторов, предпринимателей, общества и государства).

Главное отличие венчурных компаний от финансовых пирамид в том, что последние часто «гарантируют» возврат инвестиций и высокую доходность потенциальным инвесторам. Венчурные инвестиции же напротив не могут дать каких-либо гарантий, а средства инвестора могут быть заморожены на несколько лет из-за относительно низкой ликвидности активов или задокументированных инвестиционных условий со стороны учредителей и инвесторов.

Опрошенный эксперт И.Н. Степанов считает, что финансовая грамотность и базовые знания о венчурном финансировании принципиальны для венчурных инвесторов. Для того, чтобы успешно инвестировать в стартапы необходимо осознавать потенциальный риск и долгосрочность таких капиталовложений, потому что «быстро и без риска» – невозможно в венчурной сфере²⁰. С.П. Новиков в своем интервью также утверждает, что финансовая грамотность является фундаментом для популяризации венчурного финансирования в

²⁰ Авторское интервью с И.Н. Степановым (Приложение).

Российской Федерации. Повышение финансовой культуры российского населения позволит минимизировать количество мошеннических схем и улучшить репутацию российского финансового рынка²¹. С.Д. Надеждина и О.А. Чистякова считают, что для формирования финансовой культуры, которая характеризуется объединением закономерностей, определяющих финансовую образованность и компетентность населения, необходимо проводить систематическую работу в области инновационной грамотности, ответственности и рациональности общества [75].

При этом, важно, что для устойчивого развития венчурного финансирования помимо финансовой культуры государству в лице компетентных органов необходимо масштабировать инновационную культуру среди россиян для формирования инвестиционного спроса населения на высокие технологии с помощью развития технологической инфраструктуры [89].

Необходимо также продолжение интеграции финансовой грамотности в школьную программу средних и старших классов с акцентом на менеджмент и финансы. В ВУЗах на программах бакалавриата и даже гуманитарных направлений стоит предусмотреть курсы финансовой грамотности. Кроме того, следует расширять географию преподавания венчурного финансирования и инновационного предпринимательства в российских ВУЗах в рамках программ магистратуры, дополнительного образования и специализированных узкопрофильных курсов для формирования финансовой грамотности и деловой культуры россиян [5]. В «Концепции технологического развития на период до 2030 года», утвержденной в 2023 г., делается акцент на «включение в образовательные программы в сфере финансов, экономики и менеджмента комплекса образовательных предметов, направленных на развитие венчурного финансирования, управления рисками технологических проектов» [54].

Для обеспечения независимости, прозрачности, объективности и эффективной работы в состав рабочей группы для реализации Стратегии

²¹ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

повышения финансовой грамотности в РФ на 2023 – 2030 гг. должны были войти, помимо министерств и регулирующих ведомств, представители заинтересованных и компетентных структур (научно-исследовательских, общественных и частных организаций).

А.В. Алиев утверждает, что основная задача финансовой грамотности, помимо умения сберегать средства — это понимание того, как обеспечить себя пассивным доходом. По мнению эксперта, важно, чтобы среднестатистический россиянин знал, что 10% от своих сбережений можно хранить в альтернативных фондовому рынку активах. При этом необходимо диверсифицировать инвестиционные риски вложениями сразу в несколько частных портфельных компаний напрямую как бизнес-ангел, через венчурный фонд или инвестиционную платформу, считает А.В. Алиев ²².

С.П. Новиков отметил, что некоторые состоятельные инвесторы осознанно идут на риск, вкладывая деньги в финансовые пирамиды, и понимают, что они могут потерять свои инвестиции. Это для них как бы альтернатива азартным играм, поэтому повышение финансовой грамотности не повлияет на небольшую прослойку людей²³. Точка зрения С.П. Новикова подтверждается официальной статистикой Банка России, которая демонстрирует, что богатство не всегда является показателем финансовой грамотности населения. Если средний чек клиентов финансовых пирамид составляет 50-100 тыс. руб., то потери некоторых состоятельных инвесторов в мошеннических схемах достигают 1,5-50 млн. руб. [64].

Согласно Указанию Банка России от 29.04.2015 №3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами», одним из самых распространенных требований к физическому лицу, которое может претендовать на статус квалифицированного инвестора, является подтверждение стоимости его

²² Авторское интервью с А.В. Алиевым (Приложение).

²³ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

имущества в размере, составляющем не менее 6 млн. руб. (эта сумма может быть в том числе в виде денежных средств, которые находятся на счетах и/или во вкладах, открытых в кредитных организациях в соответствии с нормативными актами Банка России) [136].

Таким образом статус квалифицированного инвестора может оказаться формальным и не являться индикатором понимания особенностей функционирования финансового рынка его обладателем, поэтому можно сделать вывод, что жертвами финансовых пирамид могут стать как неквалифицированные, так и квалифицированные инвесторы.

В России практикуются разные способы венчурных капиталовложений: венчурный фонд (в форме закрытого паевой инвестиционного фонда (ЗПИФ) или инвестиционного товарищества), покупка доли/акций в проекте напрямую в роли бизнес-ангела, конвертируемый заем, краудинвестинг и другие. При этом статус квалифицированного инвестора необходимо подтверждать участникам ЗПИФ и клиентам инвестиционных платформ для краудинвестинга, ограниченных инвестиционным лимитом в 600,000 руб. в год для неквалифицированных клиентов (эта проблема раскрывается в первой главе диссертации).

Развитие финансовой культуры должно объединить бизнес и инвестиции. Многие предприниматели, не знающие об альтернативных источниках финансирования и ограничивающиеся банковскими продуктами вроде кредита, упускают потенциал развития своего бизнеса, поэтому некоторые перспективные инновационные идеи так никогда и не реализуются. Банки из-за своей консервативной стратегии предпочитают финансировать более крупные компании с устоявшимися бизнес-моделями, а если и кредитуют стартапы, то за повышенный процент.

Такие альтернативные финансовые источники как инвестиционные платформы, венчурные фонды и государственная гранты и субсидии, в большинстве случаев предлагают более выгодные условия для новых компаний, чем классический банковский заём [241]. Следовательно, финансовая

грамотность в сфере предпринимательства является также важной составляющей для развития венчурного финансирования. Количество успешных российских стартапов будет благоприятно влиять на репутацию отечественной венчурной индустрии.

Как показал анализ, большая часть населения России не имеет представления о разнообразии альтернативных инструментов, которые предлагает российский финансовый рынок. Обычно их знания ограничиваются традиционными банковскими депозитами и, в лучшем случае, первичными представлениями о рынках акций и облигаций.

Однако, несмотря на отсутствие знаний о финансовых рынках, многие частные инвесторы склоны к риску. Их ограниченное представление об инвестициях приводит к тому, что ежегодно жертвами финансовых пирамид становятся тысячи россиян, объем потерь которых в период 2017 – 2022 гг. варьировался от 0,8 млрд. до 16 млрд. руб. Даже высокий уровень благосостояния и наличие статуса квалифицированного инвестора не являются страховкой от принятия необоснованных решений по инвестированию в финансовые пирамиды. При этом помимо финансовых пирамид россияне также ежегодно сталкиваются с другими видами недобросовестных финансовых схем (нелегальные профессиональные участники рынка ценных бумаг, незаконные кредиторы и несанкционированные операторы инвестиционных платформ), ежегодно получая миллиардный ущерб.

Итак, финансовая культура является важной составляющей для всех стейхолдеров венчурной индустрии. Высокая финансовая компетентность венчурных предпринимателей позволит грамотно масштабировать продукт стартапа и максимизировать доходность для бизнеса и инвесторов, соответственно, будет способствовать экономическому и технологическому суверенитету.

Примечательно, что в новой стратегии «Повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года» (Стратегия

2023-2030 гг.), утвержденной в октябре 2023 г., продолжает отсутствовать упоминание венчурного финансирования – механизма, который является фундаментальным для роста технологического и экономического суверенитета в Российской Федерации. При этом в отличие от предыдущей Стратегии 2017-2023 гг., новая утвержденная Стратегия 2023-2030 гг. в контексте повышения финансовой грамотности российского населения начала уделять большее внимание инвестиционным платформам (краудинвестинг и краудлендинг) и другим инновационным финансовым инструментам и механизмам: криптовалюты, ЦФА, УЦП и искусственный интеллект.

Еще одним важным аспектом, который был добавлен в новую Стратегию 2023-2030 гг., является ESG-ориентирование отечественного бизнеса, которое отвечает за развитие финансовой грамотности и культуры сотрудников российских компаний. Это один из социальных аспектов целей устойчивого развития (ЦУР), который должен быть интегрирован в корпоративную и финансовую культуру страны. Устойчивое развитие является составляющей современного международного венчурного бизнеса, поэтому необходимо проанализировать влияние целей ESG на индустрию венчурного финансирования Российской Федерации в условиях изменившейся геополитической реальности [125].

2.2. Стимулирование ESG-финансирования венчурных проектов

Прогресс в международной венчурной индустрии происходит вместе с постепенной интеграцией логики устойчивого развития в корпоративную и государственную сферы деятельности. За последние несколько лет инвестиции в экологию, социальную сферу и корпоративное управление (ESG) выросли, поскольку инвесторы осознали, что определенные нематериальные аспекты деятельности бизнеса являются фундаментальными факторами в долгосрочной перспективе. Постепенно наличие у публичных и частных компаний долгосрочной ESG-стратегии переходит из категории передовой практики в разряд необходимого инструмента управления [41].

Инвестиции в бизнес с плохо выстроенной корпоративной культурой, высокими экологическими и социальными рисками становятся менее привлекательными, так как высокий риск не соответствует ожиданиям по экономическим выгодам от такого вложения в долгосрочной перспективе [41]. По оценкам экспертов PwC, мировой объем всех ESG-активов под управлением (альтернативные инвестиции (private markets), инвестиционные мандаты (mandates), паевые инвестиционные фонды (mutual funds)) вырастет на 84,2% – до 33,9 трлн. долл. к 2026 г. (доля ESG-активов в общем AUM вырастет с 14,4% в 2021 г. до 21,5% до 2026 г.). При этом прогнозируется рост ESG-активов на рынке частного капитала (в состав которого входит венчурный капитал) до 2,7 трлн. долл. к 2026 г. (+145,5% с 2021 г.) [164].

Официальная и системная статистика, точно характеризующая динамику объемов венчурных инвестиций, одновременно являющихся инвестициями, связанными с целями устойчивого развития, за последние несколько лет отсутствует. При этом существует возможность оценить пересечение венчурных инвестиций и ESG-инвестиций на основе иных данных, предоставленных разными видами венчурных стейхолдеров.

Например, в отчете McKinsey фигурирует информация о том, что 66% управляющих фондами альтернативных инвестиций интегрировали ESG-мандат в свои фонды и оценивают риски устойчивого развития при принятии инвестиционных решений. Согласно оценке Европейского инвестиционного фонда (ЕИФ), большое количество инвесторов рассматривают ESG-аспекты для венчурных капиталовложений. Так, 73% опрошенных ЕИФ институциональных венчурных инвесторов считают ESG важным аспектом для венчурных сделок, при этом доля индивидуальных венчурных инвесторов (бизнес-ангелов), которые рассматривают модель устойчивого развития в качестве одной из самых важных составляющих при анализе венчурных компаний для инвестиций, составляет 62% [168].

Pitchbook приводит данные в своем исследовании о 61% международных венчурных инвесторах, которые фокусировались на ЦУР при вложении средств в частные технологические компании в 2022 г. При этом 81% опрошенных инвесторов считают в определённой мере важным оценку ESG-рисков управляющими партнерами фондов, где они являются клиентами (чрезвычайно важно 18%, очень важно 31%, умеренно важно 22% и немного важно 10%) [229].

В марте 2023 г. было насчитано 5 391 институциональных инвестора (против около 2000 инвесторов в 2018 г.), которые подписали поддерживаемые ООН «Принципы ответственного инвестирования» (Principles for Responsible Investment / PRI), продемонстрировав приверженность к ESG [232]. Около 85% опрошенных компаний по управлению активами заявили, что ESG является для них высоким приоритетом, а для управляющих активами в США эта доля достигла 94% [204]. Следовательно, количество институциональных инвесторов, учитывающих критерии ESG в своих инвестиционных решениях, продолжает расти по всему миру.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что в юрисдикциях с развитой экономической моделью доля ESG-инвестиций общего объема вложений в венчурный капитал составляет не менее 60% ежегодно. При этом ожидается, что эта доля будет постепенно увеличиваться за счет дальнейшего распространения глобальной ESG-повестки [41].

Рассмотрим российский рынок ответственного инвестирования. Объем эмиссии финансовых заемных ESG-инструментов составил около 2,2 трлн. руб. в 2023 г. Из них на устойчиво-ориентированные облигации и социальные-зеленые кредиты пришлось, 22% и 78% долгового финансирования, соответственно. Рынок российских ESG-облигаций насчитывал 35 выпусков с установленной датой погашения, представленных в секторе «устойчивое развитие» Московской биржи. «Зеленые облигации» составили 62,1% номинального объема эмиссии отечественных устойчивых облигаций (таблица 5).

Таблица 5 - Объемы российских долговых ESG-инструментов

ESG-облигации с погашением (на ноябрь 2023 г.)	
Зеленые облигации	235 590 899 000 Р
Национальные и адаптационные проекты	85 000 000 000 Р
Социальные облигации	26 218 854 000 Р
Облигации устойчивого развития	32 839 165 000 Р
Итого	379 648 918 000 Р
Бессрочные ESG-облигации (на ноябрь 2023 г.)	
Зеленые облигации ОАО "РЖД"	100 000 000 000 Р
ESG-кредиты (на июнь 2023 г.)	
Недвижимость	629 000 000 000 Р
Энергетика	527 000 000 000 Р
Тяжелая промышленность	164 900 000 000 Р
Другие сферы	379 100 000 000 Р
Итого	1 700 000 000 000 Р
ESG-инструменты с фиксированной доходностью	
2 179 648 918 000 Р	

Источник: составлено автором по материалам [113], [13]

Крупнейшими эмитентами являлись Правительство Москвы, разместившее государственные облигации на 70 млрд. руб., а также ВЭБ.РФ с двумя выпусками корпоративных облигаций на 50 и 40 млрд. руб., соответственно [113]. Также в таблице 5 фигурирует непредставленный в секторе «устойчивое развитие» Московской биржи выпуск бессрочных зеленых облигаций ОАО «РЖД» с эмиссией в 100 млрд. руб., который был выпущен в 2020 г. Что касается банковских ESG-заимствований, основой сферой ESG-кредитования были недвижимость (умные/зеленые дома, социальное жилье и инфраструктура) и энергетика (чистая энергетика, возобновляемые и альтернативные источники энергии и т.д.), согласно данным отчета рейтингового агентства, Эксперт «РА» [85].

Что касается долевого ESG-финансирования на публичном рынке, стоимость чистых активов (СЧА) российских паевых инвестиционных фондов, инвестирующих в акции российских эмитентов, составила около 2 млрд. руб. Из них на биржевые ПИФы (БПИФ) и открытый ПИФы (ОПИФ) пришлось 70,3% и 29,3% СЧА, соответственно (таблица 6). Таким образом, можно сделать вывод,

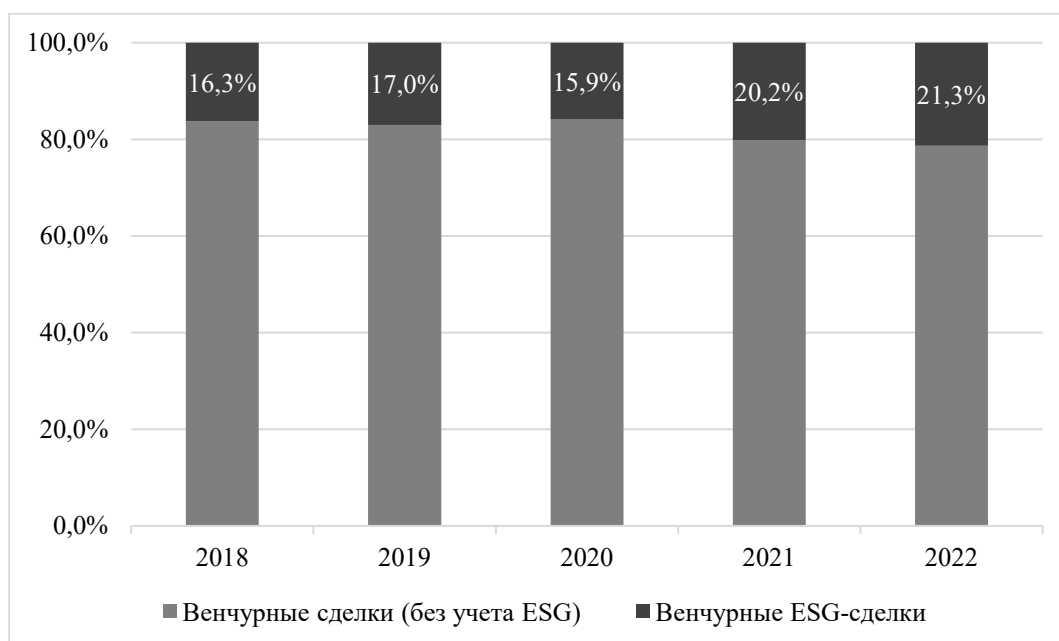
что рынок ESG-инвестирования в России состоит на 99,9% из долговых финансовых инструментов.

Таблица 6 - Объемы российских долевого ESG-инструментов

Долевое ESG-финансирование		
Название фонда	Тип фонда	СЧА (на июнь 2023 г.)
Ответственные инвестиции (УК ВИМ Инвестиции)	ОПИФ	607 423 457 Р
Первая - Фонд Ответственные инвестиции (УК Первая)	БПИФ	1 197 133 393 Р
Устойчивое развитие российских компаний (УК ВИМ Инвестиции)	БПИФ	139 237 091 Р
Технологии будущего (УК Система Капитал)	БПИФ	11 722 724 Р
РСПП Вектор устойчивого развития (УК РСХБ)	БПИФ	89 205 534 Р
Итого		2 044 722 199 Р

Источник: составлено автором по материалам [14], [3]

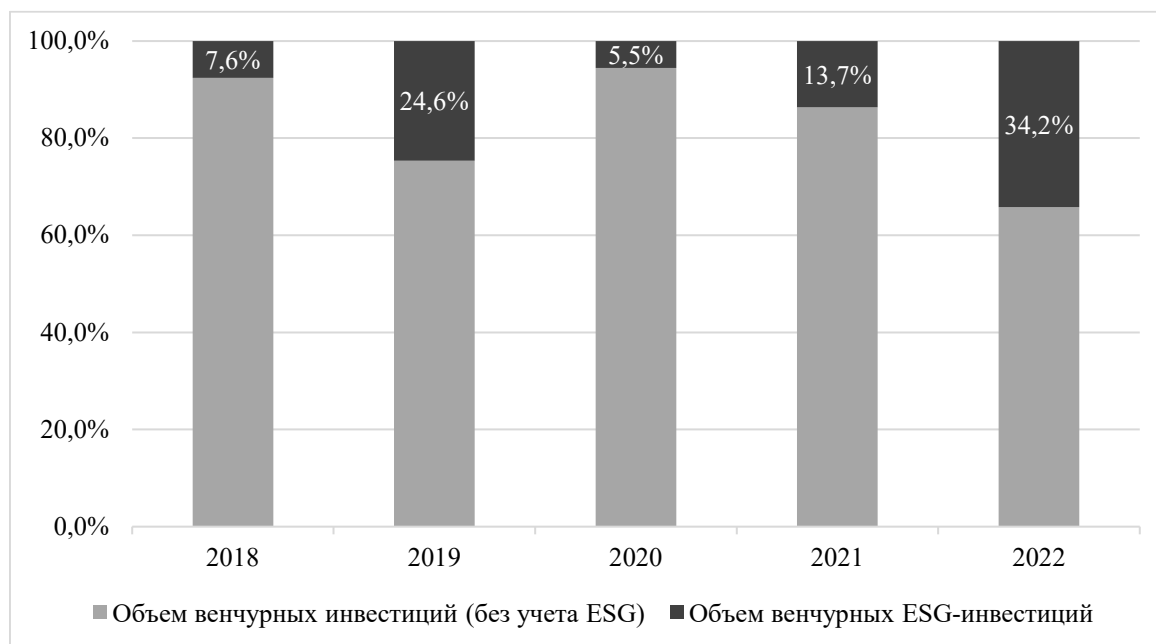
Для оценки влияния ESG-финансирования на сферу российского венчурного бизнеса были проанализированы данные портала Venture Guide, где помимо публикуемой общей статистики венчурных сделок в Москве и России в целом, есть отдельная ESG-секция, связанная с устойчивым развитием. Как показано на рисунке 23, доля ESG-сделок от общего объема венчурных транзакций составила 21,3% по итогам 2022 г. При этом за 2018-2022 гг. медианное значение составило 17%, а среднее 18,1%, что демонстрирует относительно стабильную динамику роста популярности инвестиций в отечественные ESG-ориентированные стартапы.



Источник: составлено автором по материалам [19]

Рисунок 23 – Доля венчурных ESG-сделок за 2018-2022 гг.

Что касается объема финансирования устойчиво-ориентированных стартапов на территории Российской Федерации, то динамика более волатильная. По итогам 2022 г. доля средств проинвестированных в ESG-стартапы составила рекордные 34,2%, а медианное и среднее значения за 2018-2022 гг. составили 13,7% и 17,1%, соответственно (рисунок 24).



Источник: составлено автором по материалам [19]

Рисунок 24 – Доля венчурных ESG-инвестиций за 2018-2022 гг.

Примечательно, что несмотря на геополитическое давление на Россию, усилившееся в 2022 г., доля инвестиций и количество сделок с устойчиво-ориентированными стартапами достигли рекордных значений в 21,3% и 34,2% соответственно.

Основные направления и цели устойчивого развития (ЦУР) в стране были утверждены распоряжением Правительства Российской Федерации от 14 июля 2021 г. № 1912-р. Сопоставив топ-10 самых популярных направлений венчурного ESG-финансирования по версии Dsight за 2021-2022 гг., можно заметить, что ESG-направления постепенно интегрируются в венчурную индустрию (таблица 7). Тем не менее, автор считает необходимым расширить перечень основных направлений, включив такие социально-ориентированные и фундаментальные

для российского общества направления как медицинские технологии, образование и искусственный интеллект.

Таблица 7 - Основные направления венчурного финансирования за 2021-2022 гг.

Основные утвержденные ESG-направления в 2021г.	Основные венчурные направления в 2021 г.	Основные венчурные направления в 2022 г.
Обращение с отходами	Финтех	Биотехнологии
Энергетика	Транспорт/логистика	Транспорт/логистика
Строительство	Развлечения	Электронная коммерция
Промышленность	Кибербезопасность	Онлайн образование
Транспорт и промышленная техника	Электронная коммерция	Промышленные технологии
Водоснабжение и водоотведение	Онлайн образование	Технологии в сфере ритейла
Природные ландшафты, реки, водоемы и биоразнообразие	Промышленные технологии	Программное обеспечение для бизнеса
Сельское хозяйство	Программное обеспечение для бизнеса	Технологии в сфере страхования
Устойчивая инфраструктура	Строительство	Технологии в сфере работы с персоналом

Источник: составлено автором по материалам [17]

Важно отметить, что самофинансирование стартапов является главным инструментом поддержки частного технологического бизнеса в России на начальном этапе, а объемов собственных средств предпринимателям не хватает для эффективного достижения инновационных целей устойчивого развития [143]. Например, в исследовании Startup Barometer за 2021 год отмечается, что 75% российских стартапов были спонсированы денежными средствами их основателей (61% по итогам 2020 г.). На втором месте оказались гранты (8% стартапов), на разные типы венчурных инвесторов (венчурные фонды, акселераторы, частные инвесторы и инвестиционные платформы) в общей сумме пришлось 17% компаний по итогам 2021 г. [43].

Таким образом можно сделать вывод, что за последние пять лет ESG-венчурное финансирование набирает популярность в России, но все же это относительно медленные темпы роста в сравнении с развитыми странами, где не менее 60% венчурного рынка ориентированно на цели устойчивого развития. Для отечественной венчурной индустрии необходимо большее количество ESG-сделок по примеру иностранных юрисдикций. Этому могут способствовать в том числе потенциальные государственные субсидии и «ESG-стартап-гранты» для стимулирования отечественного устойчивого предпринимательства [41].

Популярность частного инновационного бизнеса, имплементирующего ESG-практики в свою корпоративную культуру, среди венчурных инвесторов может быть продиктована растущим клиентским спросом и государственным стимулированием устойчивого МСБ.

Результаты опроса «Лаборатории Касперского» доказывают, что несмотря на то, что существенная часть российского населения (92% респондентов) совершенно не разбирается в принципах ESG, россияне (76% опрошенных) желают пользоваться продукцией компаний, которые следуют повестке устойчивого развития. Следовательно, ожидается, что спрос на ESG-инициативы со стороны потребителя и его влияние на отечественный малый и средний бизнес будет постепенно расти в среднесрочной перспективе [88].

В 2023 г. Научно-исследовательский финансовый институт совместно с Институтом развития предпринимательства и экономики провели региональное исследование среди институтов развития, представителей МСП и региональных органов исполнительной власти (РОИВ). Согласно результатам анализа, 54,1% субъектов малого и среднего бизнеса не понимают значения ESG, доля РОИВ и институтов развития, не имеющих представления о концепции устойчивого развития, составила менее 31%. Данная статистика доказывает, что в целом государственные структуры погружены в решение ESG-задач, и это должно отразиться на дальнейшей интеграции ESG в российский корпоративный сектор с помощью таких мер поддержки, как образовательные программы, субсидированное финансирование и налоговые преференции [99].

Отметим, что государственная поддержка венчурного ESG-финансирования должна быть комплексной. При этом основные текущие механизмы стимулирования ESG-проектов больше ориентированы на крупные корпорации чем на малый и средний бизнес, включая реализуемые ими технологические стартапы, нуждающиеся в поддержке, как по причине их высокой актуальности, так и вследствие высоких рисков. С другой стороны, в Российской Федерации в принципе недостаточно развита культура «права на ошибку», и далеко не все

представители отечественного бизнеса готовы рисковать государственным капиталом, получая соответствующее финансирование из-за опасений, связанных со своей репутацией, риском провала проекта и опасениями в обвинении в коррупции [71].

Из-за того, что в России ESG-повестка, как и индустрия венчурного капитала, находится на более ранней стадии развития, чем на Западе, можно предположить, что не все российские инвесторы рассматривают ESG-факторы при выборе потенциальных активов. Эта позиция подтверждается опрошенными автором экспертами, которые утверждают, что ESG-показатели не являются ключевыми факторами для принятия инвестиционных решений для большинства инвесторов в Российской Федерации ^{24 25}.

При этом популярность заемных ESG-инвестиций среди компаний-эмитентов и инвесторов свидетельствует, что интерес в устойчивом инвестировании присутствует. Ожидается, что государственная финансовая поддержка проектам, сфокусированным на устойчивом развитии, и постепенный переход к низкоуглеродной экономике будут способствовать дополнительному стимулированию венчурной индустрии в России [68]. Поэтому у венчурного финансирования в Российской Федерации есть существенный потенциал роста в среднесрочной перспективе за счет увеличения популярности венчурного ESG-финансирования в стране.

Степень соответствия российских предприятий, придерживающихся ЦУР, измеряется российскими (АКРА, «Эксперт РА», «РАЭК-Аналитика» и др.) и ранее в том числе иностранными рейтинговыми компаниями (MSCI, S&P Global, Fitch и др.). Проблема в том, что методологии этих агентств имеют, как и сходства так и существенные различия, поэтому эти рейтинги в большей степени не сопоставимы друг с другом. Данный фактор объясняется различными

²⁴ Здесь и в дальнейшем приводится информации по материалам интервью, данного С.П. Ивановым автору (Приложение).

²⁵ Здесь и в дальнейшем приводится информации по материалам интервью, данного М.С. Бобошко автору (Приложение).

подходами и целями при оценке ESG-рисков, которые в результате отражаются на итоговом результате [69], [107]. Тем не менее, обычно присваиваемый агентствами рейтинг отражает: степень склонности компании к ESG-рискам, конкурентные ESG-преимущества компании в сравнении с коллегами по индустрии, а также прозрачность и эффективность раскрытия соответствующей ESG-информации [107].

А.М. Марголин и Т.А. Спицына утверждают, что на фоне изменившейся геополитической реальности и усиления политического и экономического внешнего давления на Российскую Федерацию, повлиявшего на существенный отток капитала нерезидентов из страны, отечественному корпоративному сообществу необходимо мобилизовать внутренние инвестиционные ресурсы. Для иностранных инвесторов из дружественных юрисдикций, которые потенциально готовы вкладываться в рублёвые активы, важно оценить поведение инвесторов-резидентов. Если отечественные инвесторы не поддерживают активно национальные проекты, в том числе домашнее инновационное предпринимательство, то это характеризует внутренний инвестиционный климат как достаточно негативный, и налоговые преференции в данном контексте фундаментально не изменяют ситуацию.

Ученые отмечают необходимость российскому бизнесу переформировать свое мышление с тактического на стратегическое. Желание результата и высокой прибыли за короткие сроки может послужить причиной ущерба окружающей среде, спровоцировать коррупцию и социальные проблемы. Стратегический фокус на результат в среднесрочной перспективе увеличит эффективность отечественного предпринимательства и увеличит инвестиционную привлекательность в стране, снижая ESG-риски [71].

В российский и зарубежной академической среде присутствует существенное количество исследований, которые подтверждают и отвергают гипотезу экономической эффективности устойчивых инвестиций. Б.Б. Рубцов в своей работе сделал акцент на том, что инвесторы, вкладывающие средства в

ESG-ориентированные активы, основываются, в первую очередь, на социальной составляющей, отражающей их личные принципы, а уже потом на финансовой выгоде. Такая закономерность влияет на растущее количество ESG-фондов и других инструментов в области устойчивого развития для финансирования институциональными инвесторами, при том, что часто их показатели доходности уступают классическим [107].

Российскими учеными А.О. Володиной и М.Б. Траченко было осуществлено сравнение показателей доходности индексов, сфокусированных на ценных бумагах компаний, реализующих цели устойчивого развития с базовыми индексами фондового рынка Азии, Европы и США в период 2013-2022 гг. Результаты анализа подтвердили гипотезу исследователей о более высокой рентабельности ESG-ориентированных финансовых инструментов над стандартными ценными бумагами на публичном рынке, как в развитых так и развивающихся экономических системах. Экономисты также отметили, что ESG-инструменты больше подходят для долгосрочных капиталовложений из-за своей стратегической ориентации на устойчивое развитие, что подтверждается более высокой в среднем динамикой ответственно-ориентированных биржевых индексов [24].

Важно отметить, что, доминирующая часть научных исследований на тему устойчивого и ответственного инвестирования относится к публичным финансовым рынкам. Группа зарубежных экономистов выделила венчурное (ранние стадии развития) и прямое (поздние стадии развития) финансирование, связанное с ESG-ориентированными ценностями в единый термин «устойчивые прямые инвестиции (УПИ)», и провели библиометрический анализ, основываясь на написанной на английском языке научной литературе, индексируемой порталами Scopus и Web Of Science в период 1960-2020 гг. Результаты проделанной работы показали, что из 4931 академических рукописей только 0,9% научных исследований на тему прямого и венчурного инвестирования относятся к УПИ [255].

Таким образом существует актуальность анализа применения целей устойчивого развития в индустрии венчурного финансирования, особенно в России, где венчурный бизнес и ответственное инвестирование помимо того, что находятся на относительно раннем этапе эволюции в сравнении с другими развивающимися или развитыми экономиками мира, функционируют в условиях новой геополитической реальности.

Необходимо отметить, что ESG-факторы в венчурном инвестировании содержат важные стратегические параметры для оценивания потенциала масштабирования портфельных компаний. Венчурным инвесторам рекомендуется оценивать внешние характеристики устойчивого развития, влияющие на стартапы (глобальное потепление, социальные проблемы, государственное регулирование и др.) наряду со стандартными процедурами комплексной проверки и аудита. Например, технологии, которые могли бы решить проблему изменения климата, могут быть недооценены из-за нивелирования инвесторами анализа критериев ESG, в результате чего компании, предоставляющие потенциально перспективный продукт, могут недополучить необходимое финансирование для реализации своей гипотезы [255].

По сравнению с другими формами финансирования венчурный капитал особенно подходит для устойчивых инвестиций, благодаря своим стратегическим характеристикам. Во-первых, венчурные фонды, являющиеся важными участниками индустрии, обычно имеют длительный период замораживания средств (5-7 лет). Обеспечение устойчиво-ориентированных стартапов финансированием в течение длительного периода их развития является необходимостью для достижения целей ESG [216].

Во-вторых, поддержка венчурного ESG-предпринимательства благоприятно влияет на устранение экологических, социальных и демографических проблем. Устойчиво-ориентированные стартапы создают новые рабочие места и делают фундаментальные научно-технические открытия. Добавленная стоимость таких проектов увеличивает рыночную конкурентность и эффективность

отечественных инновационных товаров и услуг не только внутри России, но и на международной арене [143]. Следовательно, венчурное финансирование ESG-проектов благоприятно влияет на экономический рост и высокотехнологическое развитие государства, усиливая национальный суверенитет Российской Федерации на мировом уровне.

Венчурное финансирование предлагает определенные механизмы защиты инвесторов, которые крайне необходимы в сфере устойчивого инвестирования с учетом множества неопределенностей и рисков. Капиталовложения в венчурные проекты обычно сопровождаются строгим, непрерывным мониторингом и специальными механизмами защиты от сокрытия информации. Поскольку предприниматели знают, что следующий раунд финансирования будет предоставлен только в случае достижения ключевых целей, у них есть необходимая мотивация для того, чтобы разработанный ими бизнес-план был и привлекательным, и реалистичным [216].

Что касается социальной повестки, сообщество венчурных инвесторов использует разные механизмы формирования позитивной репутации. С одной стороны, инвесторы могут оценить определенный проект как непривлекательный, если инвесторы, вложившие средства на ранних стадиях, перестали предоставлять финансирование в последующих раундах. С другой стороны, инвестиции крупных консервативных институциональных инвесторов (наподобие пенсионных фондов и эндаумент-фондов в венчурные ESG-компании) являются относительно весомым аргументом в пользу финансовой поддержки таких проектов [219]. Венчурные фонды также приобретают большой контроль над портфельными компаниями, и их фактическое влияние на принятие решений часто непропорционально больше, чем права голоса, связанные с их пакетами акций. Соответственно, управляющие венчурными фондами часто принимают непосредственное участие в корпоративном управлении портфельных компаний и могут осуществлять контроль над достижением установленных целей устойчивого развития [216].

Для стимулирования деятельности ESG-предприятий необходимо законодательство, поддерживающее приток устойчивых инноваций и инвестиций, а также интегрированная культура устойчивого развития в целом, потому что группа венчурных инвесторов и предпринимателей, занимающихся вопросами устойчивого развития, все еще относительно невелика [167]. Следовательно, в России, где таких экспертов меньше, но потенциал для роста рынка существенный, стоит сфокусироваться на развитии отечественной ESG-индустрии.

Опрос российских экспертов в области альтернативных инвестиций, показал, что их мнения о роли ESG в российской венчурной индустрии разделились. Одни поддерживают интеграцию ESG, вторые - не считают устойчивое развитие важным фактором при выборе активов.

С.П. Новиков отмечает, что значение ESG в последнее время сильно искажено. В фонде ТилТех Капитал команда внимательно следит за тем, чтобы портфельные проекты придерживались принципов этики и соответствовали следующим критериям: не обманывали клиента, не зарабатывали на скрытых комиссиях и не наносили вред окружающей среде. Фонд не единожды отказывался от инвестиций в прибыльные и быстрорастущие бизнесы, которые данным критериям не соответствовали. С.П. Новиков считает, что для роста популярности устойчивых инвестиций необходимо ввести учет ESG-рисков как обязательное требование для любой частной компании, в том числе стартапов. По мнению эксперта, у субъектов МСБ должен быть определённый проект, нацеленный не на зарабатывание денег, а на улучшение жизни общества и местного региона, где компания ведет операционную деятельность ²⁶.

Необходимость введения учета ESG-рисков в качестве обязательного требования для любой средней компании, воспитания культуры ESG-предпринимательства в стране, предоставления большего времени в школах, университетах, на федеральном телевидении и СМИ обсуждению наиболее

²⁶ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

интересных некоммерческих-ESG проектов рекомендуется С.П. Новиковым для развития венчурного ESG-финансирования²⁷. Данный тезис поддерживается разными учеными: «Необходимым условием такой «эволюции ценностей» является создание особой системы непрерывного образования, ответственной за формирование в течение всей жизни – от школьной скамьи до «серебряного возраста» [71] и другими исследователями, которые утверждают, что инкорпорация принципов устойчивого развития в программы ВУЗов является фундаментальным фактором развития инновационного цифрового предпринимательства в Российской Федерации [42].

Участвуя в большом количестве конференций и взаимодействуя с коллегами из венчурной сферы, опрошенный автором эксперт И.Ю. Мовенко отмечает, что повестка устойчивого развития все больше и больше инкорпорируется в сферу альтернативных инвестиций. Многие компании, банки и фонды стараются вводить ESG-принципы. Следовательно, в среднесрочной перспективе инвесторы будут перекладывать средства из классических активов в пользу ESG-инструментов²⁸.

С.П. Иванов утверждает, что устойчивое инвестирование является нишевым направлением в Российской венчурной индустрии из-за относительно невысокого спроса на ESG-ориентированные активы со стороны инвесторов²⁹. М.С. Бобошко придерживается мнения, что инвестиции сфокусированные на ESG-ориентированные проекты, переоценены, потому что инвестиционные решения не должны быть искажены «ненужными и произвольными стандартами», связанными с окружающей средой, разнообразием и т.п. «Венчурное финансирование – это капитализм, а не филантропия»³⁰.

Стоит отметить, что интеграция ESG в сферу венчурной индустрии влияет и на бизнес-процессы этого инвестиционного направления в России. Социальный

²⁷ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

²⁸ Авторское интервью с И.Ю. Мовенко (Приложение).

²⁹ Авторское интервью с С.П. Ивановым (Приложение).

³⁰ Авторское интервью с М.С. Бобошко (Приложение).

аспект устойчивого развития благоприятно повлиял на развитие краудинвестинга в стране. Акционерный краудфандинг, являясь инновационным способом венчурного финансирования, решает социальную проблему разнообразия венчурной индустрии, что более подробно описано в первой главе диссертации. Если раньше инструменты венчурного бизнеса были доступны в основном институциональным инвесторам и бизнес-ангелам с крупным капиталом, то теперь за счет демократизации этой сферы краудинвестингом различные неквалифицированные инвесторы могут принимать участие в долевом финансировании российского технологического бизнеса наряду с профессиональными венчурными финансистами.

Предприниматели находят в акционерном краудфандинге аудиторию, поддерживающую их ориентацию на устойчивое развитие, а инвесторы - возможность вкладывать свои деньги в проекты, соответствующие их ценностям. Это важный вклад в инклюзивность и демократизацию финансовых рынков с точки зрения как спроса, так и предложения капитала.

Проведенное S. Vismara исследование в области интеграции устойчивого развития в сфере краудинвестинга показало, что у розничных и профессиональных инвесторов разное восприятие ESG-ориентированных стартапов. Ученый использовал статистические данные двух крупнейших британских инвестиционных платформ для акционерного краудфандинга, Seedrs и Crowdcube за период 2014-2015 гг. Из 345 размещений акций на этих платформах 17,1% венчурных проектов имели прямое отношение к устойчивому развитию за обозримый отрезок времени. Было выявлено, что несмотря на то, что в целом ESG-факторы не влияют на успех в сборе средств стартапами на платформах, компании, ориентированные на устойчивое развитие, в среднем, привлекают большее количество инвесторов [252].

Необходимость имплементации ESG-рисков в индустрию венчурного финансирования выражается в важности влияния интеграции соответствующих ценностей и привитии культуры устойчивого развития на раннем этапе эволюции

компании на ее последующие масштабирование и рост капитализации за счет привлечения более поздних венчурных инвесторов с «умными» деньгами, которые оценивают ESG-риски портфельных компаний при принятии инвестиционных решений. Во-первых, важно определить, на сколько степень ESG-позиционирования определенного инновационного бизнеса соответствует действительности, а не желанию стартапа искусственно завысить себе рейтинг. Во-вторых, важно оценить, хватит ли венчурной компании ресурсов и компетенций, чтобы соответствовать установленным ESG-параметрам в будущем, ведь большинство компаний на начальных этапах развития имеют дефицит человеческого и финансового капиталов, которые необходимы для НИОКР и других капиталоемких корпоративных затрат, в том числе разработке ESG-статей [59].

Для проведения анализа влияния устойчивого развития на эффективность венчурного бизнеса можно ориентироваться на два эмпирических критерия: влияние ESG на стоимость и риски компании. Одним из методов оценки может стать сравнительный анализ через ESG-мультипликаторы, которые будут учитывать венчурную специфику стартапов в разных сферах деятельности [59]. Например, в качестве бенчмарка можно ориентироваться на средневзвешенные ESG-оценки рейтинговых агентств публично торгующихся компаний, раскрывающих нефинансовую ESG-отчетность.

Исследование, проведенное группой бразильских экономистов, доказывает, что венчурный бизнес и факторы устойчивого развития относительно взаимосвязаны. Для анализа ученые использовали индекс устойчиво-ориентированных компаний (Corporate Sustainability Index) бразильской фондовой биржи B3 и определили, что 69,2% эмитентов из 39 публичных организаций, входящих в индекс в 2021 г., являлись корпоративными венчурными инвесторами, финансирующими инновационные проекты. При этом 14,8% корпораций отметили, что на их решение повлияли эффективно имплементированные в стране ESG-инициативы. Корпорации в среднем

вкладывают 12,5% капитала в устойчивое развитие для поддержания своей конкурентоспособности [176].

Повышение уровня корпоративного раскрытия информации об устойчивом развитии компаний позволит оптимизировать издержки, увеличивать инвестиции в инновации и повышать доходность бизнеса. Тем не менее, несмотря на то что инвестиции больше не ограничиваются только финансовыми показателями, важно понимать, что приверженность целям ESG это не панацея для российского бизнеса, это важный фактор, который должен быть в комплексе с другими, не менее важными, бизнес-асpekтами, которыми нельзя пренебрегать ради устойчивого развития.

В зарубежных научных работах доказано, что со временем влияние интеграции целей устойчивого развития и корпоративной ESG-культуры на международный венчурный бизнес растет. Если раньше ESG-риски были наименее важным фактором для инвесторов, то за последние десять лет социальные, экологические и управленческие аспекты бизнеса стали иметь фундаментальное значение для развития частных предприятий, в том числе, за счет привлечения долевого финансирования среди венчурных и крупных институциональных инвесторов.

Например, исследование венчурного инвестирования в технологии чистой и альтернативной энергии (биотопливо, гибридные и электрические виды транспорта и другие смежные направления) по данным о сделках венчурных фондов в США за период 2000 – 2011 гг. показало, что цели ESG не являются влияющим фактором на принятие решений венчурных инвесторов, которые, осознавая высокий риск капиталовложений в инновационный бизнес, ожидают исключительного вознаграждения за свои сделки. Они жертвуют относительно стабильной прибылью, не инвестировав в инструменты фондового рынка: облигации или высоколиквидные акции компаний с высокой дивидендной доходностью, в пользу венчурного финансирования, поэтому инвесторы рассчитывают на сверхдоходность. На этом фоне ЦУР уходят на второй план

[219]. Стоит отметить, что объективность данного исследования ограничена выборкой стартапов в сфере зеленой энергетики, и не включает в себя другие связанные с ESG области, например медицину и биотехнологии, а основным критерием устойчивого развития в данной области исследования является экологический аспект ESG.

Международной группой экономистов в 2020 г. был проведен комплексный научный опрос среди 106 институциональных инвесторов (венчурные фонды, пенсионные и страховые компании, эндаумент-фонды и фонды прямых инвестиций) в области прямых и венчурных инвестиций в разных странах относительно факторов ESG и их влияния на принятие инвестиционных решений. Ученые выяснили, что в среднем 48% всех институциональных инвесторов отмечают снижение инвестиционного риска как один из ключевых факторов в пользу ESG-ориентированных активов, в то время как 13% инвесторов используют инвестиции в компании с высоким рейтингом ESG для диверсификации своего портфеля.

Другие факторы влияния на инвесторов включали обязательный инвестиционный мандат фонда (59% опрошенных), клиентский спрос на устойчиво-ориентированные активы и положительную корреляцию доходности с ESG-ориентированным бизнесом. Если институциональные клиенты венчурных фондов видят в устойчивом венчурном финансировании, в первую очередь, снижение риска и повышенную потенциальную доходность своих капиталовложений, то портфельные управляющие фондов, непосредственно принимающие решение об аллокации средств, в основном, удовлетворяют спрос своих клиентов-акционеров [221].

В России такие структуры как пенсионные фонды, страховые компании и эндаумент-фонды в основном инвестируют в традиционные рынки акций и облигаций через управляющие компании, так как их инвестиционный мандат не позволяет им вкладывать в активы с повышенным уровнем риска такие, как стартапы, которые в том числе замораживают ликвидность в среднем на семь лет.

Данный факт существенно уменьшает потенциал роста венчурного финансирования в Российской Федерации, в том числе через ESG-повестку [143].

Тем не менее, инициатива такого консервативного инвестора-бенчмарка как государство в участии создания венчурных ESG-фондов в форме ЗПИФ или инвестиционного товарищества, где оно выступает в роли соинвестора, привлекая капитал частных лиц-партнеров, может повлиять на рост доверия таких крупных институциональных инвесторов в финансировании устойчивого венчурного предпринимательства как страховые компании, пенсионные фонды и эндаумент-фонды [145].

Отметим, что ESG-ориентированное венчурное финансирование набирает популярность в юрисдикциях с развивающейся экономикой. Географическое сегментирование фондов альтернативных инвестиций в 2020 г. показало, что наиболее высокая активность институциональных инвесторов в сфере ESG наблюдалась в странах Азии, Ближнего Востока, Южной Америки и Африки. Континентальная Европа наиболее инициативный западный регион в инвестировании в ESG-ориентированные компании, за которым следуют Великобритания и Северная Америка [221].

Экономисты выявили, что при оценке индивидуальных ESG-факторов портфельных компаний венчурными инвесторами в приоритете был критерий корпоративного управления (G). Экологический (E) и социальный (S) критерии разделяют второе и третье место по важности, соответственно. При этом в каждой сфере разное соотношение влияния этих критериев, например в «зеленой энергетике» основным параметром может быть вклад в поддержание окружающей среды, в то время как в медицинских технологиях на первом месте может стоять социальный параметр. Также учеными было обнаружено, что фонды прямых инвестиций используют на практике критерии ESG более интенсивно, чем венчурные фонды в независимости от их юрисдикции [221]. Таким образом, можно сделать вывод, что чем более поздняя стадия развития компании, тем больше для нее и ее акционеров критичны ESG-риски.

Формирование специализированной инфраструктуры и институтов, позволяющих защитить права на интеллектуальную собственность предпринимателей и ученых, наряду с материальным стимулированием финансирования ESG-ориентированных технологических компаний на ранних стадиях развития со стороны государства (за счет грантов, субсидий и других инструментов), будет способствовать эффективному развитию венчурного финансирования [143].

Для поддержки венчурной индустрии в России реализуются определенные государственные инициативы. Во-первых, министерство цифрового развития Российской Федерации предоставляет госсубсидии для технологических компаний. На гранты суммой до 20 млн. руб. вправе претендовать стартапы, а финансовая помощь до 300 млн. руб. может предоставляться крупным проектам, сфокусированным на цифровую трансформацию отечественного бизнеса, через Фонд «Сколково», Российский фонд развития информационных технологий и Фонд содействия инновациям [72].

Во-вторых, в рамках утвержденной в 2022 г. программы «Взлет – от стартапа до IPO», инновационные предприятия РФ могут участвовать в конкурсе на получение субсидии в 25–250 млн. руб. при условии обеспечения проекта за счет внебюджетных средств в объеме не менее 100 % от суммы запрашиваемой поддержки. К высокотехнологическим компаниям относятся предприятия 17 направлений деятельности, в том числе такие ESG-сферы, как «Технологии создания новых и портативных источников энергии, включая возобновляемые», «Искусственный интеллект», «Ускоренное развитие генетических технологий» и т.д. [104]. По итогам 2022 г. инновационным компаниям было выделено 15 млрд. руб. субсидированных кредитов по льготной ставке 3% годовых в рамках программы «Взлет – от стартапа до IPO» [103]. Размер долгового финансирования в рамках этой программы вырос до 22,8 млрд. руб., распространяясь на 140 отечественных заёмщиков субъектов МСП на конец июля 2023 г. [87].

Согласно требованиям к реализации указанных государственных инициатив, финансирование одного проекта ограничено в пределах фиксированного максимального размера субсидии. Это позволит большему количеству стартапов получить доступ к финансированию и увеличит число инвестиционных сделок. Так как вышеназванные инвестиционные программы реализуются в последние три года и имеют среднесрочный характер, их влияние на конъюнктуру рынка венчурных инвестиций можно оценить после 5-10 лет применения, основываясь на статистической базе. Тем не менее ожидается, что данные механизмы помогут технологическому бизнесу развиваться на ранних стадиях и масштабироваться до уровня крупных инновационных компаний, в том числе за счет привлечения венчурного капитала.

Фонд «Сколково» также поддерживает российское венчурное предпринимательство, выделяя пилотным проектам, интегрирующим технологии искусственного интеллекта, гранты в размере 20 – 100 млн. руб. В рамках финансовой поддержки было выделено более 820 млн. руб. технологическим компаниям-реципиентам по итогам 2023 г. со стороны фонда «Сколково» [118]

2.3. Влияние повышения финансовой грамотности населения и корпоративной ESG-культуры на перспективы развития венчурного финансирования

Повышение уровня финансовой грамотности склонных к риску инвесторов, а также развитие финансовой культуры российских граждан является одним из факторов привлечения дополнительных финансовых ресурсов в развитие венчурного финансирования. Такая возможность сегодня актуальна как в связи с тем, что значительная часть профессиональных венчурных финансистов и нерезидентов перестали инвестировать в российской юрисдикции в условиях изменившейся реальности, так и с учетом необходимости стимулирования

развития инновационного предпринимательства на его ранних стадиях в контексте решения задачи обретения реального технологического суверенитета.

Розничные инвесторы, готовые идти на серьезный риск ради потенциального получения сопоставимой доходности, должны иметь необходимые компетенции и доступ к инструментам венчурного инвестирования. На рисунке 25 видно, что среднее и медианное значения ущерба от деятельности финансовых пирамид за 2018-2022 гг. составили 8,7 и 8,4 млрд. руб., соответственно против среднего показателя и медианы в 23 и 21 млрд. руб. капиталовложений венчурных инвесторов за аналогичный период, соответственно.



Источник: составлено автором

Рисунок 25 – Сравнение ущерба финансовых пирамид и объемов венчурного финансирования в России за 2018-2022 гг.

Следовательно, можно сделать вывод, что потенциал роста капитала, инвестированного в инновационный бизнес за счет притока средств розничных инвесторов (клиентов финансовых пирамид), составляет 37,6 - 40%. Даже при более реалистичном прогнозе, суть которого в том, что далеко не все потенциальные клиенты финансовых пирамид, а хотя бы половина повысят свою финансовую грамотность до уровня бизнес-ангелов и станут активными инвесторами на венчурном рынке, рассматриваемый дополнительный источник финансирования венчурных проектов останется весьма привлекательным. Таким

образом минимальный положительный эффект к 2030 г. составит более 4 млрд. рублей.

Качественно новый уровень финансовой грамотности позволит потенциальным венчурным инвесторам обладать достаточными компетенциями для того, чтобы, с одной стороны, распознать недобросовестные финансовые практики среди широкого спектра инвестиционных возможностей, а с другой стороны, реализовать свой потенциал в венчурном бизнесе, либо присоединившись к пока еще немногочисленному сообществу бизнес-ангелов, готовых вкладываться в стартапы на их ранних стадиях с перспективой получения высоких доходов в будущем, либо путем использования таких инвестиционных возможностей, как закрытый паевой инвестиционный фонд, инвестиционное товарищество, конвертируемый заем, краудинвестинг.

Для вовлечения населения в финансирование отечественного инновационного бизнеса на ранних этапах его деятельности в условиях новой геополитической реальности регуляторам и уполномоченным органам, на наш взгляд, целесообразно:

- Во-первых, в состав рабочей группы по оптимизации «Стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года» включить представителей разнообразных научно-исследовательских, высокотехнологических, общественных и частных организаций, обладающих необходимыми компетенциями, для более прозрачного и эффективного согласования многосторонних интересов в сфере венчурного финансирования как социально-значимого инструмента для повышения финансовой культуры россиян. Например, это уже было реализовано в Стратегии 2023-2030 гг. с такими инновационными инструментами как криптовалюта, цифровой рубль, платформы краудинвестинга, ЦФА и УЦП.
- Во-вторых, способствовать оптимизации существующей организационно-правовой формы инвестиционной деятельности (инвестиционное

товарищество и ЗПИФ), а также созданию механизмов широкомасштабного внедрения акционерного краудфандинга среди разных слоев населения, в том числе за счет оптимизации требований к статусу квалифицированного инвестора;

- В-третьих, повысить узнаваемость российских технологических проектов для потенциальных стейкхолдеров, используя регулярные образовательно-инвестиционные мероприятия (конференции, форумы, стартап-выставки и т.п.) во всех российских регионах, а также занятия по финансовой грамотности и венчурному финансированию в образовательных учреждениях. [68], [112];
- В-пятых, стимулировать субъекты малого и среднего бизнеса к участию в технологических стартапах, являющихся приоритетным направлением в условиях цифровизации экономики [127].

Определение официальных объемов венчурного финансирования, методология которого была детально описана в первой главе диссертации, должно также благоприятно повлиять на финансовую грамотность российского населения.

С точки зрения автора, для эффективного выполнения всех отмеченных условий роста заинтересованности населения в реализации венчурных проектов необходимо повышение его финансовой грамотности, прежде всего той части, которая ментально склонна к финансовым рискам, до достаточно продвинутого уровня. В частности, одним из направлений решения этой проблемы могла бы стать разработка и включение в раздел «Финансы и экономика» (код 08) профессионального стандарта «Специалист по прямым и венчурным инвестициям» [70]. На конец 2022 года в перечне профессиональных стандартов, утвержденных Министерством труда и социальной защиты Российской Федерации, проблематика венчурного финансирования практически не представлена [98]. При соблюдении вышеупомянутых мер и рекомендаций

венчурный бизнес может получить дополнительные средства в среднем размере более 4 млрд. руб. к 2030 г.

Для достижения синергетического эффекта в дополнение к повышению финансовой просвещенности российского общества необходимо масштабировать еще только формирующуюся культуру устойчивого развития отечественного технологического предпринимательства. Устойчивое развитие продолжает набирать популярность во всем мире, при этом инвесторами применяются разные финансовые ESG-инструменты. Российская Федерация находится на относительно раннем этапе формирования культуры ESG-инвестирования. Объем заемного ESG-финансирования (облигации и кредиты) существенно превышает объем ESG-финансирования с использованием долевых инструментов (фонды акций устойчивых компаний) на российском рынке. Заемные средства составили около 2,2 трлн. руб., в то время как долевые инвестиции в ESG-фонды акций оцениваются в 2 млрд. руб.

Было выявлено, что развитие ESG имеет прямую взаимосвязь с эволюционированием жизненного цикла компании, и чем более поздней является стадия ее функционирования, тем более критичны ESG-аспекты для ее акционеров и других стейкхолдеров. Вклад в сохранение окружающей среды (E), социальную ответственность (S) и корпоративное управление (G) варьируется у компаний в зависимости от индустрии и их приверженности к ценностям устойчивого развития.

Венчурный бизнес и ESG имеют сходство в своей стратегической составляющей, ориентированной не на быстрый результат, а на устойчивое достижение благополучия стейкхолдеров. Структурированная стратегия устойчивого развития российского венчурного бизнеса на раннем этапе стартапа может способствовать его масштабированию и привлечению большего количества институциональных и розничных инвесторов для роста капитализации компании или успешного выхода из нее. Было выявлено, что иностранные и отечественные венчурные фонды стали больше обращать

внимание на элементы корпоративной социальной ответственности и устойчивого развития при проведении анализа компаний с точки зрения потенциального реципиента их инвестиций.

Анализ научной литературы и аргументированная позиция опрошенных экспертов показали, что ESG – это не основной параметр принятия инвестиционных решений среди инвесторов на российском венчурном рынке, и часть венчурных финансистов не рассматривает ESG-принципы для принятия решений. Тем не менее, устойчивое развитие является фундаментальным фактором, влияющим на конкурентное преимущество любого зрелого предприятия в современном мире, и это должно быть принято во внимание отечественными венчурными инвесторами на ранних стадиях развития непубличных компаний.

Результаты исследования также показали, что не менее 60% зарубежных венчурных инвестиций относятся к ESG-ориентированным проектам, в то время как на российском рынке медианный показатель за период 2018-2022 гг. составляет 13,7% (с максимумом 34,2% по результату 2022 г.). Соответственно, можно сделать вывод, что российский рынок ответственного венчурного финансирования имеет потенциал двукратного роста.

Частная инновационная компания, интегрировавшая цели ESG в свою бизнес-модель и последовательно их развивающая наряду с эффективным управлением, сильной командой и устойчивыми операционными и финансовыми показателями, при выходе на публичный рынок может предложить профессиональным участникам фондового рынка акции и/или «зеленые» биржевые облигации, способные конкурировать с другими эмитентами в своей индустрии.

Таким образом ESG-ориентированное венчурное финансирование является положительным фактором в достижении экономического роста и научно-технологического суверенитета Российской Федерации за счет уникальных

научных открытий, развития инноваций, новых рабочих мест, развития экологии и эффективного менеджмента.

Государственная поддержка рынка российского венчурного ESG-финансирования является важным аспектом в развитии венчурной индустрии. Расширение спектра государственных инициатив, направленных на стимулирование МСБ через гранты и субсидии позволит увеличить количество сделок в сфере отечественного ESG-инвестирования. Следует особо выделить и развивать проекты государственной поддержки долевого ESG-финансирования на ранних стадиях развития отечественных компаний. Они послужат стимулом для развития российского инновационного предпринимательства, что также благоприятно отразится на отечественном венчурном инвестировании. Значительный экономический эффект от реализации этих инициатив наступит при взаимодействии с венчурными фондами и частными инвесторами, которые заинтересованы в финансировании устойчивых стартапов на разных этапах их развития [41]. Такое взаимодействие будет способствовать появлению региональных закрытых фондов для институциональных инвесторов, направленных на финансирование устойчивого частного бизнеса с государственным участием.

Автор рекомендует российским стартапам, в том числе эмитентам, размещающим свои кампании по выпуску акций на инвестиционных платформах, наряду с бизнес-планом, финансовой отчетностью и другими корпоративными документами начать раскрывать ESG-отчеты. К перспективным направлениям деятельности рейтинговых агентств следует отнести составление рейтингов устойчивого развития (ESG-оценка) российского венчурного бизнеса. Необходимо, чтобы государство при отборе кандидатов на субсидированное финансирование или грантовую программу оценивало не только потенциал роста операционных и финансовых показателей стартапов, а также их вклад в окружающую среду, экономику и общество. Таким образом венчурные компании с наивысшим независимым ESG-рейтингом смогут претендовать на наиболее

выгодные условия по субсидированному кредитованию и грантовую поддержку. Раскрытие ESG-информации стартапами и имплементация данных инициатив государством может стать дополнительной поддержкой венчурного финансирования в Российской Федерации в условиях изменившейся реальности.

Отметим, что для повышения прозрачности в области венчурного ESG-финансирования, Банку России рекомендуются включить данные по сделкам (объемы финансирования, количество сделок), связанным с ориентированными на устойчивое развитие стартапами в дополнительную категорию. Это позволит стейкхолдерам оценивать динамику развития отечественного венчурного ESG-финансирования в абсолютном выражении (в национальной валюте) и в относительном выражении (в процентном соотношении) в рамках рекомендуемой автором методологии (методология подробно описана в первой главе на стр. 51-54).

Глава 3. Проблема выхода из венчурных инвестиций на российском рынке и методы ее решения

3.1. Обзор основных методов выхода из венчурных сделок в России

Представленные в первых главах исследования механизмы направлены на развитие венчурного финансирования на территории Российской Федерации и, в первую очередь, способствуют решению проблемы привлечения инвестиций в частные отечественные инновационные компании на ранних этапах развития в условиях изменившейся геополитической реальности.

Основная цель венчурного инвестора — это извлечение прибыли на фоне роста капитализации его портфельных активов. Как известно, финальный этап процесса венчурного финансирования, состоящий из отчуждения доли/акций компании венчурными инвесторами, называется выходом. Стратегия выхода является фундаментальным фактором при реализации венчурных инвестиций для ключевых стейкхолдеров: инвесторов и основателей бизнеса, которые нацелены на максимальную монетизацию при продаже своей доли/акций в венчурной компании сторонним покупателям [34].

Основное отличие между очередным раундом венчурного финансирования и процессом выхода из венчурной сделки в том, что на этапе привлечения венчурных инвесторов предлагается дополнительная эмиссия акций, которая после закрытия раунда размывает стоимость акций/доли инвесторов, инвестировавших ранее в компанию, в то время как выход из венчурного капитала обычно предполагает продажу котирующихся акций/доли [238].

Многие российские исследователи отмечают сложность выхода из непубличных отечественных компаний в качестве одного из ключевых сдерживающих факторов развития венчурного бизнеса на территории Российской Федерации [55], [49], [51], [114]. Актуальность данной проблемы существовала еще до изменившейся геополитической действительности в 2014 г. и стала критичной для отечественного венчурного рынка после нарастания

санкционного давления на Россию, оттока человеческого и финансового капиталов из страны в 2022 г. [150], [117].

Рассмотрим основные методы выхода из венчурных сделок, применяемые на российском рынке. Данные по таким сделкам представлены основными поставщиками информации об отечественном венчурном рынке: РАВИ, PREQVECA, Dsight. Как и в случае с мониторингом динамики венчурного финансирования, показатели по выходам у каждого аналитического портала варьируются из-за разных методологий обработки информации.

Аналитические отчеты РАВИ отражают количество выходов из портфельных компаний, осуществлённых фондами прямых и венчурных инвестиций. В последнем опубликованном отчете по итогам 2022 г., РАВИ не привела данные по выходам из венчурных сделок, поэтому для анализа была исследована информация по выходам за период 2014 – 2021 гг. Всего РАВИ классифицирует выходы на шесть способов продажи доли/акций венчурной компании и другие методы. Согласно расчетам РАВИ, самым популярным методом выхода из венчурных проектов по количеству сделок за восьмилетний период с долей 37% является выкуп стратегическим инвестором. Второе место разделяют продажа финансовому инвестору (доля 14,8%) и выкуп менеджментом (доля 10,7%), соответственно (таблица 8).

Таблица 8 - Количество сделок по выходу из венчурных компаний по версии РАВИ за 2014 – 2021 гг.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Итого
Выход на биржу	5	0	0	0	0	0	1	1	7
Стратегический инвестор	16	12	22	12	5	16	14	3	100
Финансовый инвестор	4	3	6	4	13	5	3	2	40
Менеджмент	5	4	5	4	3	5	2	1	29
Списание	4	4	0	1	0	4	6	0	19
Погашение инвест. займа	0	0	1	1	3	5	3	5	18
Другие методы	4	11	13	0	7	15	3	4	57
Всего	38	34	47	22	31	50	32	16	270

Источник: составлено автором по материалам [80]

Аналитические отчеты PREQVECA также демонстрируют количество выходов из портфельных компаний, осуществлённых институциональными инвесторами (фондами прямых и венчурных инвестиций). Отличительная черта

PREQVECA в том, что общее предоставленное количество сделок-выходов из венчурных компаний включает помимо показателей российского рынка еще данные из стран СНГ. Для анализа была обработана доступная информация по выходам за период 2014 – 2022 гг. PREQVECA сегментирует выходы из венчурных сделок на пять способов: размещение на бирже, выкуп стратегическим инвестором, выкуп финансовым инвестором, выкуп менеджментом и списание. Первое и второе места разделяют продажа стратегическому (доля 57,7%) и финансовому покупателю (доля 18,1%). Выкуп управляющими, согласно оценке PREQVECA, составляет 7,5% от общего количество сделок-выходов (таблица 9).

Таблица 9 - Количество сделок по выходу из венчурных компаний по версии PREQVECA за 2015 – 2022 гг.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Итого
Выход на биржу	2	0	2	3	2	8	4	1	22
Стратегический инвестор	16	16	12	18	26	13	18	12	131
Финансовый инвестор	6	7	2	7	8	4	2	5	41
Менеджмент	7	1	1	1	4	2	1	0	17
Списание	4	2	1	3	6	0	0	0	16
Всего	35	26	18	32	46	27	25	18	227

Источник: составлено автором по материалам [39]

Списание является наименее популярным методом выхода из венчурного капитала, согласно данным РАВИ и PREQVECA. D.Smith Gordon в своем исследовании разделил этот способ выхода на «полное списание портфельной компании» и «ликвидацию портфельной компании», которая подразумевает получение венчурными инвесторами денежных средств от частичной продажи доли активов предприятия, пропорционально другим акционеров, претендующих на выплаты согласно ликвидационным предпочтениям [242]. Ликвидационная преференция определяется как прописанное в инвестиционном договоре право венчурного инвестора, владеющего привилегированными акциями, на приоритет в получении компенсации за реализуемые активы перед другими акционерами в случае ликвидации компании [220]. Полное списание венчурной компании, в свою очередь, относится к снижению стоимости стартапа до нуля, в следствие чего венчурные инвесторы получают отрицательный доход от капиталовложений [28]. Так или иначе, оба сценария являются нежелательными, но относительно

вероятным событием в венчурной индустрии из-за высокого сопутствующего уровня риска.

Методология РАВИ выделяет погашение инвестиционного займа как один из методов выхода из венчурной компании (таблица 8). Тем не менее данный метод может быть актуален только в случае долгового венчурного финансирования стартапов, который традиционно относится не к венчурному капиталу, а к венчурному долгу.

Индийские ученые выделяют в отдельную категорию стратегию выхода из венчурных инвестиций с помощью применения конвертируемого займа, который является видом долгового финансового инструмента, предусматривающего конвертацию в заранее определенную сумму акций компании в установленный до погашения инструмента срок, обычно по усмотрению его держателя [223].

Несмотря на то, что конвертируемый заем используется в России на протяжении многих лет, официальный статус этот инструмент приобрел только в 2021 г., когда вышел Федеральный закон от 02.07.2021 г. № 354-ФЗ, который внес прозрачность при использовании договоров конвертируемого займа, где эмитентом-заемщиком выступают юридические лица в форме непубличных АО и ООО [138]. В случае конвертации займа бывший заимодавец становится совладельцем компании, получая долю/акции компании с учетом определенного дисконта, установленного в договоре [128]. В случае неиспользования своего права на конвертацию займа в долю/акции до погашения займа инвестор получает от заемщика процентный доход и возврат инвестиций в виде тела займа, тем самым он выходит из портфельной компании [90]. Обычно процентная ставка, которая прописывается в договоре конвертируемого займа между венчурной компанией и инвестором, устанавливается ниже рыночного уровня, потому что заемщик может извлечь потенциальную выгоду в виде конвертации займа в дополнительную эмиссию обыкновенных акций (в случае с АО) или в виде получения доли в уставном капитале компании (в случае с ООО), в отличие от обыкновенных неконвертируемых долговых ценных бумаг [153], [130].

Следовательно, этот удобный инструмент позволяет инвестору захеджировать риски в случае ликвидации портфельной компании, так как кредиторы имеют преимущество в выплатах перед акционерами/участниками или просто осуществить выход, обналичив заем и переложить деньги в другой более перспективный стартап.

Выкуп управляющими является другим практикующим способом по выходу из венчурного капитала частных компаний, который является более популярным методом чем IPO на некоторых развивающихся рынках. Например, в Китае выкуп акций компанией (предпринимателями) или менеджментом занимает лидирующую позицию по количеству выходов из венчурных инвестиций [253]. Выкуп менеджментом предполагает, что действующие члены управления предприятия как физические лица приобретают значительную часть акционерного капитала компании, позволяющую получить основной контроль над бизнесом. Для этого менеджмент может комбинировать долевое и долговое финансирование в разных пропорциях, в том числе за счет привлечения заемных средств [251].

Анализируя данные аналитических компаний, представленных в таблице 8 и таблице 9, можно сделать вывод что продажа доли/акций в венчурной компании финансовому и стратегическому покупателям является самым популярным методом выхода из венчурного капитала на территории Российской Федерации.

В чем же заключается основная разница между стратегическим и финансовым инвесторами как главными субъектами финансирования при выходе из венчурной сделки? Стратегический инвестор — это долгосрочный инвестор, который приобретает венчурную компанию, в первую очередь, для ее последующей интеграции в свои действующие бизнес-процессы с целью оптимизации, развития или освоения определенного направления в бизнесе. В то время как цель финансового инвестора — это монетизация приобретенного венчурного проекта на фоне роста его стоимости и последующего выхода из его капитала [100].

Другими словами, разница между стратегическим покупателем и финансовым инвестором в том, что первый способен не только вложить денежные ресурсы в целевую компанию, но и привнести в нее добавочную стоимость за счет своих определенных компетенций и полученного опыта ведения коммерческой деятельности [4]. В качестве примера стратегического инвестора можно привести крупную корпорацию, а в качестве финансового инвестора – фонд прямых инвестиций, который покупает перспективные частные компании на стадии зрелости.

Приобретения венчурной компании финансовым и стратегическим инвестором можно отнести в единую общую категорию сделок по слиянию и поглощению (M&A). Сделки M&A предполагают частичный и полный выход из акционерного капитала венчурной компании. При частичном выходе миноритарных венчурных инвесторов у текущих акционеров появляется возможность не только зафиксировать часть прибыли, но и еще получить дополнительный потенциал роста капитализации портфельной компании за счет эффективности нового стратегического совладельца, компетенции которого позволяют увеличить стоимость бизнеса в среднесрочной перспективе [25].

Р.О. Восканян отмечает, что в большинстве случаев корпоративные инвесторы, преследующие стратегические цели, выкупают полный пакет акций стартапов. Это позволяет стратегическому покупателю получить конкурентное преимущество в виде полного доступа к инновационным разработкам и человеческому капиталу целевой технологической компании. Данный сценарий также предпочтителен и для основателей с венчурными инвесторами, которые могут получить премию за контроль при полном выходе из акционерного капитала стартапа [25]. Такая премия определяется как положительная разница между стоимостью приобретения целевой компании и ее рыночной оценкой [4].

Некоторые венчурные компании используют комбинированную стратегию привлечения финансирования, которая заключается в анонсировании IPO и одновременном поиске стратегических инвесторов. Для будущего покупателя

увеличивается прозрачность, потому что компания, иницилирующая IPO, должна раскрывать финансовую отчетность и другую важную для принятия решения информацию, следовательно уменьшается асимметрия информации между инсайдерами и будущими инвесторами. С точки зрения эффективности для венчурных инвесторов, желающих выйти из капитала портфельной компании, получив оптимальную доходность, данная стратегия позволяет повысить спрос и оценку продаваемого бизнеса по итогу выбранного метода по выходу из целевой компании [161].

Д.Ю. Нагорных отмечает низкую ликвидность на российском вторичном венчурном рынке. Это усложняет успешный выход венчурных инвесторов из отечественных портфельных компаний [74]. На фоне изменившейся геополитической ситуации на рынке отечественного венчурного финансирования российским венчурным инвесторам не то, чтобы тяжело получить премию за контроль у корпоративного покупателя, а непросто даже согласовать справедливую оценку в ходе переговоров из-за ограниченного спроса и ликвидности, влияющих на снижения рыночных мультипликаторов в международной венчурной индустрии - подтверждают опрошенные автором эксперты ^{31 32}.

В Российской Федерации, как и в мире в целом, сделки по слияниям и поглощениям являются более распространенным методом выхода из капитала частных компаний. С одной стороны, не у каждого частного предприятия с большим потенциалом развития есть желание получить публичный статус. С другой - причиной популярности процесса M&A над IPO является большая скорость в проведении сделок, а также меньшее количество сопутствующих финансовых издержек при привлечении финансирования [119], [190]. Кроме того, с точки зрения экономии масштаба, малому венчурному бизнесу нередко выгоднее продать свой продукт более сильной компании в смежной отрасли и продолжать совместно развиваться и масштабироваться, чем оставаться

³¹ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

³² Авторское интервью с И.Н. Степановым (Приложение).

независимым проектом с органическим ростом, привлекая публичное финансирование через IPO [235].

Тем не менее, некоторые результаты эмпирических исследований, проведенные зарубежными авторами, демонстрируют и противоположные взгляды в сравнении эффективности M&A и IPO, с точки зрения метода для выхода компаний, привлечших венчурный капитал. IPO позволяет сохранить больше управленческого контроля над портфельной компанией, чем продажа стратегическому или финансовому инвесторам, которые нередко предпочитают выкупать полный пакет акций в целевых компаниях [170], [161]. За счет роста ликвидности акций будущей публичной компании венчурные инвесторы могут частично продать свои акции и остаться в управлении с целью увеличения капитализации и полного выхода из акционерного капитала в среднесрочной перспективе и/или получения дивидендах выплат.

Исследователи также отмечают, что частные высокотехнологические компании с высоким темпом роста и низкой долговой нагрузкой предпочитают размещение на бирже прямой продаже стратегическому и финансовому покупателю, потому что инвесторы на фондовом рынке заинтересованы в историях роста эмитентов, развивающихся за счёт долевого финансирования, а не кредитного плеча. В то время как предприятиям с высокими долговыми обязательствами проще продать бизнес через M&A [231].

Важно отметить, что в последние годы стратегические инвесторы, как в развитых, так и в развивающихся юрисдикциях стали больше обращать внимание в дополнение к финансовым показателям приобретаемой компании на ее устойчивое развитие и социальный вклад в общество. Корпоративные покупатели перед M&A сделкой оценивают ESG-риски приобретаемого актива и его влияние на дальнейшую интеграцию в общую корпоративную культуру материнской компании [25]. Важность имплементации ценностей устойчивого развития российскими стартапами на начальных этапах деятельности и ее связь с

развитием отечественного венчурного бизнеса были детально описаны во второй главе авторской диссертации.

Российские ученые провели анализ биографий 3190 предпринимателей со всего мира, основавших 1357 компаний-единорогов, и выяснили, что Российская Федерация является одной из главных стран экспортеров венчурных единорогов. Согласно расчетам исследователей, Россия занимает восьмое место по количеству предпринимателей (22 чел.), которые выпустились из российских ВУЗов, эмигрировали и основали стартапы, оценка которых достигла или превысила один млрд. долл. Первые три места занимают: Израиль (115 чел.), Индия (97 чел.) и США (37 чел.), соответственно. Всего на Россию приходится 38 предпринимателей-эмигрантов, основавших единороги вне российской юрисдикции по состоянию на июль 2022 г. [214].

Причиной такой тенденции может быть более привлекательная инвестиционная среда некоторых иностранных юрисдикций из-за развитых и разнообразных механизмов рынков капитала, которые способны предлагать венчурным предпринимателям финансирование на всех стадиях развития стартапа и предоставлять необходимую ликвидность на этапе выхода из венчурного капитала.

Например, О.А. Карпенко провела сравнительный анализ эффективности первичного размещения российских компаний, имевших венчурный капитал (пять эмитентов) с компаниями без участия венчурного финансирования (22 эмитента) за период 2010 – 2015 гг. Хотя результаты эмпирического исследования автора выявили, что венчурные компании по результатам первого дня листинга на биржах показывали большую доходность, чем не венчурные, все российские венчурные эмитенты за обозреваемый период вышли на публичный рынок через зарубежные, а не отечественные торговые площадки: TCS Group Holding (на LSE), Luxoft (на NYSE), QIWI (на Nasdaq), Yandex (на Nasdaq) и Mail.ru Group (на LSE) [47].

Для того, чтобы оценить популярность такого метода выхода из венчурных инвестиций как IPO, в России было проанализировано общее количество всех первичных размещений, проведенных российскими эмитентами на домашних и иностранных биржах.

Согласно таблице 10, 30 российских компаний провели IPO за период 2016 – 2023 гг., размещения на российских фондовых площадках составили 76,7% общего количества листингов за обозреваемый период. На Московской бирже (Мосбиржа, MOEX) – 22 листинга и одно размещение на Санкт-Петербургской бирже (СПБ Биржа, SPBEX). На фоне усилившегося экономического давления на Российскую Федерацию в 2022 г. было проведено всего одно IPO компанией Whoosh, хотя до начала геополитических событий около 35 частных отечественных компаний планировали размещения акций на Мосбирже [73]. Тем не менее, в 2023 г. ситуация на российских финансовых рынках стабилизировалась и восемь эмитентов провели IPO на Мосбирже. Примечательно, что до ухудшения международных отношений в 2022 г., Российские компании регулярно проводили первичное размещение акций на иностранных биржах (Nasdaq, LSE, NYSE и SGX).

Таблица 10 - IPO российских компаний за 2016 – 2023 гг.

№	Эмитент	Биржа листинга	Год
1	ФГ Будущее	MOEX	2016
2	Русснефть	MOEX	2016
3	Детский мир	MOEX	2017
4	Обувь России	MOEX	2017
5	En+ Group	LSE	2017
6	Глобалтрак менеджмент	MOEX	2017
7	HeadHunter	NASDAQ	2019
8	Гемабанк	MOEX	2019
9	Don Agro	SGX	2019
10	Совкомфлот	MOEX	2020
11	ГК Самолет	MOEX	2020
12	OZON	NASDAQ	2020
13	Светофор Групп	MOEX	2021
14	Fix Price	LSE	2021
15	Segezha Group	MOEX	2021
16	Европейский медицинский центр	MOEX	2021
17	Ренессанс страхование	MOEX	2021
18	Softline	LSE	2021
19	СПБ Биржа	SPBEX	2021
20	Positive Technologies	MOEX	2021
21	ЦИАН	NYSE	2021
22	Whoosh	MOEX	2022
23	Genetico	MOEX	2023
24	CarMoney	MOEX	2023
25	Софтлайн	MOEX	2023
26	Группа Астра	MOEX	2023
27	Henderson	MOEX	2023
28	Евротранс	MOEX	2023
29	Совкомбанк	MOEX	2023
30	Мосгорломбард	MOEX	2023

Источник: составлено автором по материалам [236], [95]

Л.С. Чугаева отмечает, что для развития отечественной венчурной индустрии необходимо повысить эффективность двух основных методов выхода из венчурных компаний (М&А и IPO), которые должны предлагать российскими венчурным предпринимателям конкурентный выбор, удовлетворяющий их потребностям. Из-за отсутствия налаженных и эффективных процессов по выходу венчурных проектов на российский публичный рынок основатели и акционеры стартапов вынуждены продавать свой бизнес на стадии роста российским стратегическим инвесторам или искать выход за рубежом. Часто это

происходит по невыгодной оценке из-за ограниченных возможностей российских венчурных инвесторов [150].

Следовательно, необходимо оптимизировать рынок ценных бумаг в Российской Федерации для проведения IPO инновационных компаний с небольшой капитализации, но с высоким потенциалом роста, чтобы венчурные стейкхолдеры выбирали российские биржи в пользу листинга акций за рубежом.

Примечательно, что несмотря на то, что использование такого альтернативного метода для выхода из венчурных компаний как компания-оболочка (SPAC) не предусмотрено внутри Российской юрисдикции, предприниматели и инвесторы с российскими корнями участвовали в аналогичных сделках за рубежом.

В иностранной литературе, SPAC (special-purpose acquisition company) дословно – «компания по приобретению специального назначения») определяется как регулируемый вид публичной компании-оболочки (шелл-компания, компания с пустым чеком), которая не ведет коммерческую деятельность и формируется исключительно для привлечения капитала для слияния (бизнес-комбинация, сделка De-SPAC) с частной организацией (целевая компания) в целях ее вывода на публичный рынок акций [213].

Согласно таблице 11, в 2020 – 2021 гг. аффилированными с Российской Федерацией субъектами было проведено размещение четырех компаний-оболочек на американской бирже Nasdaq. В качестве примера можно привести одну из трех компаний-оболочек, основанных бизнесменом из России И.В. Тавриным, Kismet Acquisition One Corp (Kismet). Эта SPAC привлекла 250 млн. долл. инвесторов, выпустив 25 млн. юнитов с фиксированной стоимостью 10 долл. за юнит [211]. По итогу Kismet успешно провела слияние с международной компанией Nexters (сфера видеоигр), основанной выходцами из России, в 2021 г. [188]. И.В. Таврин вышел из Kismet Acquisition Two Corp в 2022 г., а компания оболочка Kismet Acquisition Three Corp была ликвидирована в 2023 г. из-за

отсутствия проведения бизнес-комбинации с частной компанией в течении 24 месяцев с даты регистрации SPAC [212].

Таблица 11 – Аффилированные с Россией компании-оболочки

SPAC	Год листинга SPAC	Биржа листинга	Статус SPAC
Kismet Acquisition One Corp.	2020	Nasdaq	слияние с компанией Nexters в 2021 году
Kismet Acquisition Two Corp.	2021	Nasdaq	продажа доли основателя, его выход из состава директоров и дальнейшее переименование SPAC в Quadro Acquisition One Corp
Kismet Acquisition Three Corp.	2021	Nasdaq	ликвидация SPAC в 2023 году
Emerging Markets Horizon Corp.	2021	Nasdaq	ликвидация SPAC в 2023 году

Источник: составлено автором по материалам [95], [245]

Отметим, что подконтрольный И.В. Таврину российский холдинг приобрел полный пакет акций Группы Авито в 2022 г. у Южноафриканского фонда Naspers за 151 млрд. руб. [106]. Авито является примером успешного единорога, оперирующего на российском рынке. Ранее, в 2019 г., Naspers, являясь мажоритарным акционером Авито, увеличила свою долю в компании до 99,6%, выкупив акции у венчурного фонда Vostok New Ventures, фонда прямых инвестиций Baring Vostok, у основателей и менеджмента компании. Таким образом можно сделать вывод, что российский бизнесмен И.В. Таврин выступил в роли отечественного стратегического инвестора.

Другой пример, SPAC, представленный в таблице 11, компания-оболочка Emerging Markets Horizon Corp, которая разместилась на Nasdaq, привлекая 250 млн. долл. в 2021 г. [178]. Согласно официальному проспекту этой SPAC, ее

основателем являлась компания EM Horizon Investments (в состав учредителей входило аффилированное ВТБ Капитал юридическое лицо). Целью этой компании-оболочки было приобретение быстрорастущей технологической и ориентированной на потребителя компании с прозрачной бизнес-моделью, привлекательной экономикой и развитой ESG моделью. Эта SPAC фокусировалась на инновационных предприятиях России, Центральной и Восточной Европы и СНГ [184]. В 2023 г. из-за отсутствия проведения бизнес-комбинации с частной компанией в течении 24 месяцев с даты регистрации Emerging Markets Horizon Corp, компания-оболочка была ликвидирована [177].

Подводя итоги, можно сделать вывод, что возможность выхода для российских венчурных инвесторов существенно ограничена на локальном рынке. Во-первых, из-за относительно неразвитого рынка IPO в стране, а также существенных издержек для проведения публичного размещения, основная масса сделок по выходу приходится на слияния и поглощения. Стратегические инвесторы, являющиеся главными бенефициарами данной тенденции способны диктовать свои условия и приобретать венчурные компании по наиболее выгодной для себя оценке, которая и формирует современный рынок. Во-вторых, отсутствует возможность мотивировать отечественных перспективных венчурных предпринимателей, которые имеют высокую репутацию в международной венчурной индустрии и славятся талантами в сфере инноваций, для создания стартапа и масштабирования его в единорога внутри российской юрисдикции, а не релоцироваться за рубеж для этой цели. Эти проблемы усугубляются на фоне изменившейся геополитической реальности.

Таким образом, для повышения стоимости и ликвидности отечественного венчурного бизнеса, а также для эффективности процессов масштабирования частных инновационных компаний и последующих выходов из них на домашнем рынке, необходимо разработать дополнительный эффективный способ по выходу из венчурных компаний в Российской Федерации. Именно таким новым методом

может выступить вывод частной компании на биржу через слияние с компанией-оболочкой.

Структуризация со стороны одной из крупнейших российских инвестиционных компаний (ВТБ Капитал) SPAC и спонсорство отечественным стратегическим инвестором (И.В. Таврин) трех компаний-оболочек в США подтверждает заинтересованность российских институциональных инвесторов в проведении сделок с компаниями оболочками, в том числе и на домашнем рынке.

Создание SPAC и ее последующее слияние с частной компанией в целях ее выхода на биржу является комплексным многоступенчатым механизмом, который имеет определенные трудности и специфические риски на каждом этапе деятельности [213]. Поэтому перед тем, как рассмотреть потенциальную разработку российской модели SPAC и ее последующую интеграцию в отечественный рынок венчурного финансирования необходимо подробно исследовать эти особенности, изучить историю развития и зарубежный опыт использования этого финансового инструмента.

3.2. Анализ международного опыта и особенностей применения SPAC для адаптации этого инструмента на российском рынке

Ученые выделяют несколько этапов эволюции компаний-оболочек и их трансформацию в современную версию SPAC. История компаний с «пустым чеком» берет начало в 1980-х гг. в США. В этот период на фондовом рынке пенни-стоки (акции компаний с низкой капитализацией, торгующиеся по минимальным ценам) часто использовались злоумышленниками для инсайдерской торговли, а инвесторы теряли в среднем 2 млрд. долл. ежегодно на финансовых манипуляциях [225].

Недобросовестные финансовые операции с дешевыми ценными бумагами с низкой ликвидностью послужили стимулом для принятия в 1990 г. Закона The Penny Stock Reform Act (PSRA), который внес определенные ограничения на IPO

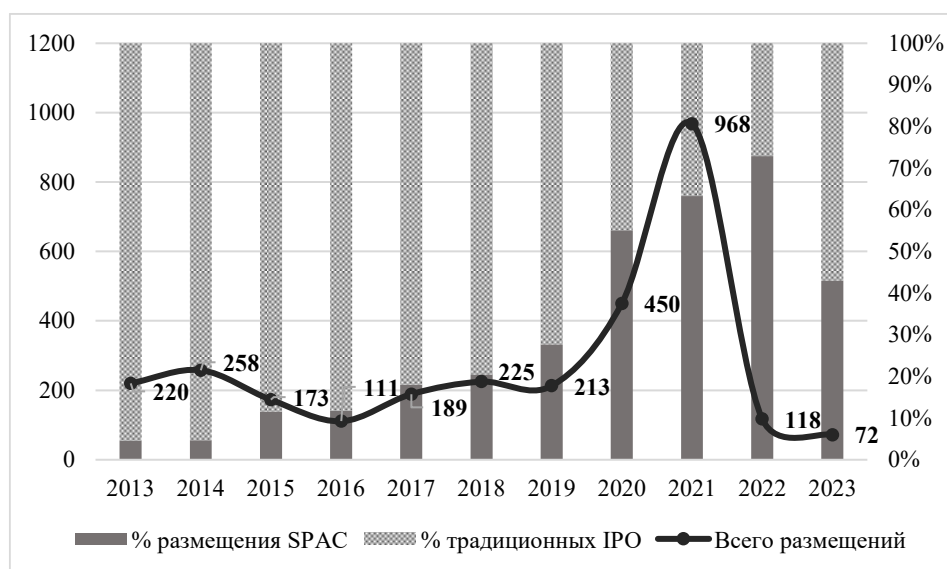
компаний по цене ниже 5 долл. за акцию. Целью PSRA была защита инвесторов от махинаций, но это, как утверждают эксперты, лишь краткосрочно привело к уменьшению количества листингов на биржах и глобально не повлияло на улучшение качества эмитентов [166].

Позже в шелл-компаниях был интегрирован Закон Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) «Rule 419», который ввел дополнительные поправки в требования для деятельности компаний-оболочек, включая: 1) обязательное хранение привлеченных средств и ценных бумаг на трастовых счетах (эскроу-счетах); 2) лимит в 18 месяцев для приобретения целевой компании, причем после установленного срока деньги возвращаются инвесторам, если SPAC не провела слияния; 3) возможность для инвесторов вернуть капитал, если они не одобряют предлагаемую для слияния компанию [234].

Пионером современной версии SPAC стала компания-оболочка Millstream Acquisition Corp, размещенная в 2003 г. Андеррайтером листинга выступил небольшой инвестиционный банк EarlyBirdCapital с командой опытных финансистов. Millstream, помимо соответствия всем ранее установленным правилам SEC, ввела собственные ограничения, например установила временной лимит в 24 месяцев для выхода целевой компании на биржу (этот срок устанавливается всеми современными американскими компаниями-оболочками как максимальный) [239].

Первые SPAC нового поколения проводили IPO на площадках OTCBB и AMEX, постепенно смещаясь в пользу Nasdaq [225]. На внебиржевых рынках с низкой ликвидностью в свое время также были популярны шелл-компании для обратных слияний (RM). RM отличаются от SPAC тем, что в первом случае именно оперирующие частные компании ищут котирующуюся компанию-оболочку (компания на грани банкротства с подешевевшими акциями с низкой ликвидностью или специально созданная под цели слияния компания), чтобы оперативно разместиться на рынке акций с минимальными финансовыми издержками [133].

На рисунке 25 видно, что в 2020 г. доля публичных размещений SPAC в США впервые в истории превысила половину всего количества IPO сделок и составила 248 листингов (55,1% доля). Эта тенденция продолжилась в период 2021-2022 гг., когда доля компаний-оболочек достигла новых максимальных результатов в 63,3% и 72,9% от общего количества всех первичных размещений, соответственно. При этом после рекордного количества публичных листингов в 2021 г. (968 размещений) общее количество IPO в США резко сократилось в 2022 г. (до 118 размещений) и продолжило снижение в 2023 г. (до 72 размещений).



Источник: составлено автором по материалам [244]

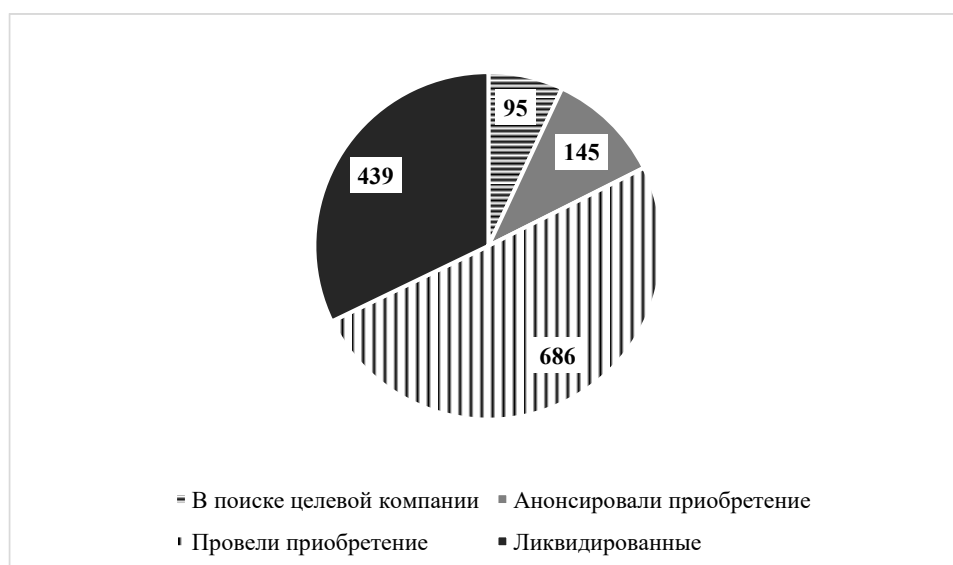
Рисунок 26 - количество американских IPO и процентное соотношение листингов SPAC и традиционных IPO за период 2013 – 2023 гг.

По итогам 2023 г. доля SPAC в общем количестве IPO скорректировалась и составила 43,1% (рисунок 26). Стоит отметить, что в марте 2022 г. американский регулятор комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities Exchange Commission, SEC) выпустил предложение по поправкам в регулировании индустрии, что могло также вызвать временное негативное влияние на рынок компаний-оболочек. В частности, регулятор выдвинул новые требования к раскрытию информации в отношении выплачиваемых спонсорам компенсаций, конфликтов интересов и разводнения стоимости акций [247]. К тому же SEC предложил считать андеррайтеров первичного публичного размещения SPAC

андеррайтерами и в последующей сделке De-SPAC в случае соблюдения определенных условий [246].

Некоторые эксперты скептически отнеслись к потенциальному перечню изменений, утверждая, что предлагаемый свод правил усложнит деятельность SPAC и сделает ее более дорогостоящей, при этом ответственность для стейкхолдеров серьезно возрастет [256]. Следовательно, возрастет риск того, что популярность SPAC может уступить традиционным листингам в среднесрочной перспективе.

За период 2003-2023 гг. было проведено 1365 размещений SPAC в США. Из них завершили сделки De-SPAC 50,3% компаний-оболочек, 10,6% SPAC в процессе приобретения выбранной компании, и лишь 7% шелл-компаний находились в поиске целевой компании. Важно отметить, что доля ликвидированных компаний-оболочек в общем количестве всех проведенных SPAC за обозреваемый период составила 32,2%. Почти треть общего количества ликвидированных компаний-оболочек, говорит о том, что несмотря на рост популярности SPAC в роли альтернативного механизма традиционному IPO с 2020 г., многие управляющие не могут найти целевой проект для слияния или же их предложения были отвергнуты акционерами в течении установленного 24-месячного периода, в соответствии чего они были вынуждены закрыть SPAC (рисунок 27).



Источник: составлено автором по материалам [244]

Рисунок 27 - Классификация американских SPAC на стадии развития за период 2003 – 2023 гг.

Проанализировав вышеупомянутые инициативы, можно сделать вывод, что основная цель регулятора – дополнительная прозрачность рынка и защита интересов инвесторов. Эти потенциальные поправки помогут уменьшить основные проблемы со SPAC, сохраняя при этом альтернативный способ для листинга частных компаний. В целом предложенные реформы для регулирования компаний-оболочек могут положительно повлиять на стабильность развития индустрии [117].

Необходимо отметить, что некоторые инициативы, использующиеся иностранным регулятором для оптимизации компаний-оболочек, могут послужить базой для создания и регулирования российской концепции SPAC Банком России и ее применения для стимулирования российского фондового рынка и развития венчурного финансирования.

Итак, разберем организационный процесс формирования компаний-оболочек. Чтобы осуществить продажу ценных бумаг на публичных рынках путем листинга на бирже, SPAC должен подать регистрационное заявление-проспект (Form S-1) через SEC, раскрывая подробности предложения. Обычно на первой странице заявления указывается, что заявитель является компанией-оболочкой. Чаще всего в проспекте содержится описание сектора, в котором SPAC намеревается провести будущее поглощение, а также критерии при определении пригодности целевых компаний. Этот проспект обязательно включает и управленческую команду SPAC, подробно описываются ценные бумаги, которые будут предложены, и перечисляются любые прогнозируемые потенциальные риски [234].

Эмиссия SPAC обычно состоит из юнитов стоимостью в 10 долл. за шт. Каждый юнит может включать обыкновенную акцию и производный финансовый инструмент - варрант. Варранты являются колл-опционами, которые позволяют инвесторам покупать дополнительные акции по установленной

заранее цене (например, 11,5 долл. за акцию). После окончания слияния частной компании со SPAC акции и варранты начинают торговаться отдельно. Если некоторые инвесторы в компании-оболочке не хотят участвовать в слиянии с определенной целевой компанией, они могут продать свои бумаги по номинальной стоимости, при этом сохраняя варранты [179].

Денежные средства, которые спонсоры привлекли с инвесторов во время листинга компании-оболочки, размещаются на эскроу-счете. При этом эти средства могут быть частично вложены в краткосрочные казначейские ценные бумаги, которые характеризуются относительно низким уровнем волатильности [234], [213].

После того как SPAC приобрел целевое предприятие, эта компания начинает торговаться на бирже. Часто для того, чтобы покрыть дополнительные затраты, превышающие средства, привлеченные во время листинга SPAC, связанные с проведением уже объявленного поглощения с целевой компанией, спонсоры могут использовать финансирование через частные инвестиции в публичный капитал (PIPE). PIPE подразумевает продажу акций посредством частного размещения группе инвесторов по договорной фиксированной цене (обычно ниже рыночной). В PIPE-транзакциях участвуют квалифицированные институциональные инвесторы (паевые инвестиционные фонды, пенсионные фонды и хедж-фонды). В последнее время в сделках PIPE стали также активно участвовать и венчурные фонды [186].

Обычно SPAC основывается и управляется генеральным директором (спонсором), который возглавляет совет директоров. Исследователи выделяют четыре основных вида спонсоров SPAC: 1) индивиды с обширными связями; 2) опытные топ-менеджеры, которые хотят провести бизнес-комбинацию в своей профессиональной отрасли; 3) корпорации - стратегические инвесторы, которые хотят заработать за пределами своего основного бизнеса; 4) портфельные управляющие в области альтернативных инвестиций (венчурные фонды, фонды прямых инвестиций, хедж-фонды); [240]. В частности, А.Е. Абрамов, А.Г.

Косырев, А.Д. Радыгин и М.И. Чернова отмечают, что наличие в структуре спонсоров SPAC специалистов в области венчурного бизнеса благоприятно влияет на шанс приобретения компанией-оболочки инновационного предприятия с высокими потенциалом роста [1].

Результаты исследования подтверждают, что спонсорами SPAC могут также выступить и физическое лицо или группа лиц, не являющиеся портфельными управляющими. Как показывает практика, социальный капитал является одним из важнейших факторов для успешного формирования и развития SPAC. Спонсоры, обладающие высокими профессиональными компетенциями и способностью привлекать талантливые кадры, а также с безупречной репутацией, имеют высокие шансы в приобретении процветающей целевой компании [198].

Важно отметить, что члены директоров SPAC могут принимать инвестиционные решения для нескольких компаний-оболочек одновременно. Это вызывает конфликт интересов и несет риск для потенциальных инвесторов. Эмпирическая оценка влияния конфликта интересов на успехи SPAC в слияниях с целевыми компаниями (выборка в 972 SPAC из США с листингом в 2010–2021 гг.) демонстрирует, что инвесторы в компании-оболочке в среднем получают меньшую прибыль, когда одни и те же члены совета директоров являются частью менеджмента нескольких компаний-оболочек одновременно [192].

Для анализа инвестиционной привлекательности SPAC для потенциальных инвесторов рассмотрим одно из последних исследований в этой области. Экономисты эмпирически исследовали сверхдоходность (из доходности бенчмарка вычли доходность компаний-оболочек) 236 SPAC из США, которые провели поглощение в период с 2012 г. по первое полугодие 2021 г., используя биржевой индекс Russell 2000 Index в качестве бенчмарка. Результаты показали, что краткосрочная (временной отрезок пять дней до и пять дней после официальной даты объявления слияния с целевой компанией) сверхдоходность с поправкой на индекс составила +7,4%. При этом, чем больше проходит дней после листинга компании-оболочки и до ее объявления о слиянии с целевой

компанией, тем ниже краткосрочная сверхдоходность. Таким образом, среднесрочная доходность SPAC уступила показателям бенчмарка в среднесрочной перспективе. Отрицательная сверхдоходность от инвестиций в компании-оболочки составила –14,1% и –18% за 1-2 года, соответственно. [209].

Зарубежные ученые проанализировали 47 компаний-оболочек, которые проводили слияния с целевыми компаниями с 2019 г. по первое полугодие 2020 г. Результаты исследования показали, что затраты на деятельность SPAC иногда превышают стоимость проведения традиционных IPO, при этом все финансовые издержки при листинге SPAC и последующей бизнес-комбинации несут спонсоры компаний-оболочек, а не целевые компании как в случае классического IPO [213]. Следовательно, венчурным компаниям выгоднее проводить слияние с компанией-оболочкой, не тратя собственные средства на услуги андеррайтера и прочие операционные затраты, связанные с листингом на бирже.

В среднем более низкая комиссия андеррайтерам и более оперативный способ проведения публичного размещения являются составляющими преимуществами SPAC. Во-первых, проведение SPAC оптимизируют комиссию андеррайтерам, которая составляет в среднем 5,5% суммы размещения против 7% у классических IPO. Во-вторых, слияние компании-оболочки с целевым бизнесом и вывод ее на публичный рынок в среднем занимает 6 месяцев, в то время как проведения традиционного IPO может достигать и 18 месяцев [175]. Тем не менее важно не забывать, что существенная доля компаний-оболочек в итоге ликвидируется и инвестиции, вложенные в SPAC, возвращается инвесторам из-за невозможности найти или несогласования акционерами проведения бизнес-комбинации.

Что касается финансовой составляющей интереса спонсоров компаний-оболочек, то она относительно специфична в сравнении с другими альтернативными финансовыми механизмами. Стандартная схема комиссии (2% годовых за управление от СЧА и 20% за успех от прибыли), которые получают управляющие венчурными фондами, хедж-фондами и другими

инвестиционными структуры, на спонсоров SPAC не распространяются. Спонсоры SPAC не получают комиссию за управление капиталом, вместо этого они имеют возможность приобрести до 20% акций SPAC всего за 25000 долл. США с конвертацией своей доли в акции целевой-компании в случае успешно проведенной бизнес-комбинации с компанией-оболочкой [197]. Следовательно, спонсоры SPAC несут существенные финансовые риски и заинтересованы вовремя найти целевую компанию и провести с ней слияние, хотя бы для того, чтобы компенсировать свои затраты, потраченные на услуги андеррайтера.

Для более объективной картины индустрии SPAC и оценке ее потенциала в Российской Федерации стоит проанализировать тренды и на других развитых и развивающихся рынках. Согласно оценке экспертов, по итогам первого полугодия 2022 г. были проведены восемь IPO SPAC на европейских биржах и 22 слияния с европейскими целевыми компаниями, которые привлекли в общей сложности 20,9 млрд. долл. (таблица 12).

Таблица 12 - Количество размещений SPAC и сделок De-SPAC в Европе

	2019	2020	2021	1П22
Выходы SPAC на европейскую биржу	1	2	32	8
Сделки de-SPAC с европейскими компаниями	5	13	50	22
Привлеченный капитал (млрд долл)	1,2	15,5	77,2	20,9

Источник: составлено автором по материалам [182]

Традиционно США считаются самым крупным конвейером для международных стартапов, что привлекает европейских спонсоров размещать свои SPAC на американских биржах чаще, чем на европейских. Исторически американский рынок имеет самый большой оборот по сделкам SPAC. Тем не менее стоит отметить, что средний объем привлеченных средств на один европейский SPAC превышает объем среднего чека американского SPAC. Так, с 2005 по 2020 г. на американские и европейские SPAC-размещения пришлось в среднем около 127 млн. долл. и 489 млн. долл., соответственно [185].

Самой первой европейской SPAC считается Pan-European Hotel Acquisition Company (ПЕНАС), которая провела публичное размещение на бирже Euronext

Amsterdam в 2007 г. [206]. РЕНАС, Совет директоров которой состоял из экспертов в сфере гостеприимства, имела цель проведения слияния с европейской частной компанией в сфере отельного бизнеса. Тем не менее в 2009 г. компания была ликвидирована из-за отсутствия слияния с целевым бизнесом в установленный срок [159]. Примечательно, что после листинга трех первых компаний-оболочек в 2007-2008 гг., европейская индустрия SPAC выдержала десятилетнюю паузу. Отчасти на это мог повлиять последующий мировой финансовый кризис и его серьезные негативные последствия. Следующая европейская компания-оболочка была размещена лишь в 2018 г. [206].

Фондовые биржи Нидерландов и Германии являются самыми популярными площадками по первичным размещениям SPAC в Европе. За период с 2019 по первое полугодие 2022 г. всего было размещено 43 SPAC, из них на Нидерланды приходится 41,9% размещений, а доля листингов в Германии составляет 14% общего количества (рисунок 28).



Источник: составлено автором по материалам [182]

Рисунок 28 - Листинги SPAC на европейских биржах за 2019 – первое полугодие 2022 г.

Одним из крупнейших европейских SPAC являлся Pegasus Europe, который привлек 606 млн. долл. в ходе IPO на бирже Euronext Amsterdam в 2021 г. [222]. Устоявшиеся законы Нидерландов и международный фокус биржи Euronext

привлекают новые листинги SPAC [182]. Примечательно, что несмотря на успешный листинг SPAC на бирже, высокий уровень репутации ее акционеров (основатель международного холдинга LVMH, Bernard Arnault и бывший генеральный директор банка UniCredit, Jean-Pierre Mustier), Pegasus Europe была ликвидирована в 2023 г. и вернула деньги инвесторам. Компания-оболочка не нашла целевую компанию в сфере финансовых технологий в течении двух лет с момента листинга [181].

Великобритания занимает четвертое место в рейтинге европейских SPAC размещений. Ее финансовое законодательство в области листингов SPAC наряду с некоторыми европейскими странами является менее гибким и не позволяет акционерам продавать свои доли в SPAC, если инвесторы не удовлетворены выбором предложенной спонсорами целевой компании для будущего поглощения. При этом британский регулятор требует не менее 100 млн. фунтов инвестиций для листинга SPAC внутри юрисдикции [217].

Несмотря на невысокие показатели по листингам SPAC в Великобритании, Лондон является ведущей экосистемой стартапов в Европе, занимая второе место в мировом рейтинге после Кремниевой долины [201]. Из 90 сделок с европейскими частными компаниями на Великобританию приходится 37,8% всех слияний с целевыми европейскими предприятиями за обозреваемый период. На втором месте - Германия с результатом в 10 De-SPAC (11,1% доля) (рисунок 29).



Источник: составлено автором по материалам [182]

Рисунок 29 - Страновая разбивка европейских целевых компаний, которые были поглощены SPAC за 2019 – первое полугодие 2022 г.

В денежном выражении британские целевые компании привлекли около 30,9 млрд. долл. (26,9%), разделив второе и третье места с предприятиями из Швеции (17,3%) и Люксембурга (15,3%) соответственно. Стоит отметить, что основными покупателями европейских целевых компаний являются SPAC из США (41% европейских поглощений) и Великобритании (19% европейских поглощений) [182].

Преимущество европейских SPAC заключается в постепенном внедрении механизма, который позволит инвесторам получать премию к их первоначальным инвестициям в случае, если SPAC не находит цель сделки в течение его инвестиционного периода [182]. После анализа представленной выше статистики можно сделать вывод, что европейская индустрия SPAC менее волатильная и более устойчивая к изменениям международного рыночного сентимента, чем в США. Нидерланды являются самой привлекательной европейской юрисдикцией для листингов SPAC и последующего привлечения долевого финансирования. Великобритания, с главной европейской столицей инновационных стартапов –

Лондоном, занимает лидирующую позицию по количеству слияний SPAC с целевыми компаниями, зарегистрированными в Европе [117].

Модель SPAC также функционирует и в странах с относительно развивающимися финансовыми рынками и имеет свои особенности в зависимости от юрисдикции. Например, в Южной Корее SPAC является относительно популярной альтернативой традиционному IPO, которую активно используют местные венчурные инвесторы для выхода из акционерного капитала частных предприятий на публичном рынке [210], [208].

Первое размещение корейской компании-оболочки (Daewoo Securities Green) было проведено на местной бирже в 2010 г. после того, как корейским правительством внесены поправки в инвестиционное регулирование рынков капитала в 2009 г. В период 2011–2017 гг. было размещено 127 SPAC на бирже KOSDAQ, (57 из которых успешно провели De-SPAC). Доля размещений через компанию-оболочку составила 28,2% за обозреваемый период [210].

Одно из отличий корейских компаний-оболочек от их аналогов в США в том, что спонсорами местных шелл-компаний должны быть аккредитованные инвестиционные компании, в то время как SPAC в США может основать физическое лицо без инвестиционно-управленческого опыта [210]. Второй особенностью корейских компаний-оболочек является 36 месячный максимальный срок с момента листинга SPAC на корейской бирже до окончания слияния с целевой компанией (в США – 24 месяца). Более длительный период чем у иностранных аналогов для проведения бизнес-комбинации был преимуществом для инвесторов во время пандемии COVID-19, давая больше времени SPAC в поисках целевой компании на фоне глобальной нестабильности [208].

Еще одна особенность корейских компаний-оболочек, которая привлекает розничных инвесторов, состоит в том, что у корейской модели SPAC упрощенная структура листинга. Местная SPAC может выпускать только акции, а варранты не предусмотрены законодательством. Таким образом, в среднем доля

капиталовложений со стороны неквалифицированных розничных инвесторов в структуре корейских SPAC может достигать до 50% общего объема финансирования [210].

Рассмотрим один из наиболее поздних опытов интеграции концепции SPAC на примере Гонконга. В декабре 2021 г. после существенной поддержки и консультаций с участниками рынка, крупнейший в Азии по объемам торгов биржевой оператор HKEX утвердил правила по листингам SPAC, которые вступили в силу в январе 2022 г. Структура размещений SPAC на Гонконгской бирже имеет относительно строгий свод правил в сравнении с зарубежными аналогами.

Главная особенность гонконгских SPAC – это доступ к приобретению акций и варрантов SPAC только у профессиональных квалифицированных инвесторов, зарегистрированных на бирже (по состоянию на 05.09.2022 в реестре HKEX насчитывалось 50 аккредитованных участников) [243]. В IPO SPAC должно участвовать минимум 20 таких институциональных инвесторов, между которыми будут распределены акции [172]. При этом для выхода на HKEX эмитент должен соблюсти минимальный порог капитала в один млрд. гонконгских долларов (эквивалент 128 млн. долл. при курсе 7,81 USD/HKD), что превышает требования американских бирж Nasdaq (от 50 млн. долл.) и NYSE (от 100 млн. долл.) в минимальной капитализации при первичных размещениях [172].

Дебют первого размещения SPAC в Гонконге состоялся в марте 2022 г. Aquila Acquisition Corp провела листинг на HKEX и привлекла 128 млн. долл. в период IPO. Спонсорами этой SPAC выступили инвестиционные компании Morgan Stanley Hong Kong Securities Limited и CMB International Capital Corp [215]. Aquila фокусируется на высокотехнологичный рынок Китая. Целью этой SPAC является поглощение одной или нескольких инновационных азиатских компаний в секторах «новой экономики», включающих «зеленую энергетику» и прочие передовые технологии [163].

Рассмотрим другой пример одной из крупнейших развивающихся экономик и по совместительству страны БРИКС – Индии. В этой юрисдикции по состоянию на 2023 г. листинг на биржу через компании-оболочки не предусмотрен нормативно-правой базой страны. Тем не менее с 2021 г. в индийском обществе наблюдаются попытки интегрировать этот финансовый механизм на локальном рынке. Например, в 2021 г. индийским регулятором International Financial Services Centres (IFSC) был выпущен консультационный документ, состоящий из свода потенциальных правил и характеристик для начала листинга компаний-оболочек на индийский биржах. Например, рекомендуемый установленный жизненный цикл SPAC составил 36 месяцев с возможностью его увеличения дополнительно на 12 месяцев. А минимальная сумма привлеченного капитала начиналась от 50 млн. долл. для листинга компании-оболочки [173].

Ожидается, что в ближайшие годы компании-оболочки начнут использоваться в Индии как альтернативный метод по приобретению публичного статуса частных компаний малого-среднего бизнеса, в первую очередь, инновационных стартапов, у которых нет средств для проведения традиционного IPO на бирже. Но для того, чтобы интегрировать уникальную SPAC-модель в индийскую экономику необходимо провести серьезные реформы в области корпоративных финансов, инвестиций и налогообложения, отмечают индийские ученые [175], [207].

Таким образом, можно сделать вывод, что SPAC - специальный гибридный финансовый инструмент, включающий элементы традиционного IPO и сделки M&A. Компонент IPO состоит в приобретении публичного статуса компании-оболочки через листинг на бирже. Основными акционерами SPAC выступают институциональные инвесторы: фонды прямых инвестиций, пенсионные фонды и хедж-фонды. Элемент M&A состоит в проведении бизнес-комбинации SPAC с целевой компанией, которую должны согласовать спонсоры с акционерами компании-оболочки посредством голосования. Размещение на бирже компаний-оболочек активно развивается во всем мире и в некоторых странах превысило

планку в 50% общего количества IPO. Если на западе сделки со SPAC практикуются уже несколько десятилетий, то в Азиатских странах этот финансовый инструмент относительно новый (в Южной Корее с 2010 г., в Китае с 2022 г.).

Если все предложения о приобретении отклонены или целевая компания не найдена, SPAC прекращает свое существование и ликвидируется. Жизненный цикл компании-оболочки составляет 18-36 месяцев в зависимости от страны регистрации. Юрисдикции, где официально применяются компании-оболочки, имеют разные организационно-правовые и технические требования к этому инструменту. Тем не менее, вне зависимости от региона, глобальная задача SPAC состоит в выходе венчурной компании на публичный рынок с целью монетизации.

По мнению автора, российский венчурный рынок нуждается в структурировании такой концепции как компания-оболочка. Создание и применение этого нового на российском рынке финансового механизма повысит ликвидность и эффективность российских высокотехнологических стартапов и других отечественных инновационных компаний. Интеграция листингов SPAC позволит оптимизировать процесс выхода для венчурных инвесторов, тем самым увеличит приток объемов венчурного финансирования на территории Российской Федерации и благоприятно повлияет на консолидацию человеческого интеллектуально ресурса внутри российской юрисдикции в условиях изменившейся геополитической реальности.

3.3. Создание российской концепции компании-оболочки и перспективы ее применения при выходе из венчурных компаний

Скептики потенциального внедрения такого альтернативного метода листинга отечественных частных компаний на российских биржах как SPAC в ближайшей перспективе приводят разные аргументы. Одни ссылаются на

маловероятную перспективу регулирования этого инвестиционного механизма, на отсутствие на российском рынке акционерного капитала необходимой экспертизы у квалифицированных инвестиционных управляющих (спонсоров) в работе с компаниями-оболочками, а также на ограничение доступа выхода на международный фондовый рынок российских эмитентов на фоне изменившейся геополитической реальности [132]. Другие опасаются репутационных рисков, связанных с коррупцией и мошенничеством, которые могут подрвать и так нестабильное на фоне регулярных экономических санкций доверие к российскому фондовому рынку [76].

Действительно, в России Компания для приобретения активов специального назначения (КПАСН, компания-оболочка) пока не получила организационно-правового статуса. Согласно Федеральному закону от 22.04.1996 № 39-ФЗ, публичным размещением ценных бумаг (размещение ценных бумаг путем открытой подписки) является «размещение ценных бумаг путем их предложения неограниченному кругу лиц, в том числе на организованных торгах и (или) с использованием рекламы». Публичное обращение ценных бумаг является «обращением ценных бумаг на организованных торгах или обращением ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы» [77].

На законодательном уровне было заметно неоднозначное стремление государственных структур провести интеграцию этого метода долевого финансирования с российским рынком акционерного капитала. Отечественные СМИ, ссылаясь на представителей ведомств, утверждают, что в октябре 2021 г. Министерство экономического развития (Минэк), Министерство финансов (Минфин) и Банк России начали тесно взаимодействовать для формирования законодательства в целях легализации этого инструмента [60].

В роли одного из потенциальных механизмов для проведения сделок по приобретению частных компаний специализированными оболочками в России рассматривались инвестиционные платформы. Предполагалось, что инвесторы с

помощью площадок для акционерного краудфандинга смогут приобретать специальные биржевые токены компаний-оболочек, аккредитованные управляющие которых в дальнейшем будут искать перспективные компании для финансирования (слияния) и вывода последних на публичный рынок [22].

Ожидается, что будущее использование КПАЧН позволит российским стартапам и развивающимся частным компаниям оптимизировать процесс финансирования, облегчив доступ к инвестициям с помощью выхода на публичный рынок. Следовательно, интеграция КПАЧН может повысить ликвидность российского рынка венчурных инвестиций, стратегия выхода на который имеет существенный риск.

В начале 2022 г. Минэк, сотрудничая со структурой Роснано и СПБ Биржей, начало поиск потенциальных компаний для первых публичных размещений через SPAC в России. Ожидалось, что будут внесены поправки в ФЗ «О рынке ценных бумаг» для присвоения легального статуса компаниям-оболочкам, который будет использоваться для вывода частных компаний на биржу и получит название «проектные компании». При этом обсуждалось, что привлеченные компанией-оболочкой средства будут размещены на специальных эскроу-счетах для реализации будущих слияний с целевыми компаниями [8].

Отметим, что в публичном доступе пока не были опубликованы документы, ратифицированные регуляторами и правительством, которые бы официально подтверждали вышеописанную позицию, обозначенную в разных СМИ [117].

Авторская позиция совпадает с мнением Ж.С. Кулижской и других российских ученых, которые утверждают, что отечественная модель компании-оболочки имеет фундаментальный потенциал развития в качестве инструмента для выхода отечественных технологических компаний на публичный рынок в российской юрисдикции при должном эффективном структурировании и регулировании этого альтернативного финансового инструмента. Для этого регулятору необходимо сделать КПАЧН понятным и прозрачным механизмом для всех стейкхолдеров (государства, предпринимателей, розничных и

институциональных инвесторов и т.д.), адаптировав его под российский рынок с учетом необходимых технических и организационных особенностей этого финансового механизма, в том числе за счет оптимизации законодательства [61], [1].

В интервью с автором С.П. Новиков отметил, для того чтобы разработать российскую концепцию компании-оболочки с целью листинга частных компаний на бирже необходимо досконально исследовать зарубежный опыт для создания наиболее прозрачной и эффективной методологии для российского рынка. В первую очередь, КПАСН должна стать альтернативой IPO среди профессиональных участников рынка ценных бумаг с временным ограничением для розничных инвесторов. Интеграцию этого инструмента на российском рынке нужно вводить постепенно, чтобы его репутация была подтверждена практическими результатами. В целом, интеграция КПАСН добавила бы гибкости для венчурных инвесторов при выходе из отечественных портфельных компаний, позволяя достичь наиболее оптимальной оценки компании³³.

А.В. Алиев считает, что российский аналог SPAC может появиться ближайшие 10 лет, но для этого финансовый рынок должен пройти естественную эволюцию. На сегодняшний день в России не так много спонсоров, которым инвесторы готовы доверить свои средства, нужно время для улучшения инвестиционного климата – отмечает эксперт. А.В. Алиев утверждает, что перед интеграцией компаний-оболочек в качестве альтернативы классическому IPO было бы разумно создать вторичный рынок с котировальным списком акций стартапов и непубличных компаний на более позднем PRE-IPO раунде. Данная инициатива упростила бы возможность выхода и увеличила ликвидность на рынке частного капитала, что благоприятно повлияет на венчурное инвестирование и краудинвестинг в долгосрочной перспективе – заключает А.В. Алиев³⁴.

³³ Авторское интервью с С.П. Новиковым (Приложение).

³⁴ Авторское интервью с А.В. Алиевым (Приложение).

Для воплощения идеи применения компаний-оболочек в России регулятору (Банку России) вместе с рабочей группой необходимо выработать наиболее оптимальную модель КПАСН, которая бы удовлетворяла интересам всех стейкхолдеров. Для этого в инициативную группу по созданию КПАСН рекомендуется включить помимо таких необходимых структур как Банк России, Минфин, Минэк, Минцифры, Мосбиржа, СПБ Биржа, такие специализирующиеся организации в области венчурного и прямого финансирования как РФПИ, ФРИИ, ВЭБ.РФ и другие.

В качестве примера можно привести российский опыт введения ФЗ-259 в 2020 г. и начала регулирования инвестиционных платформ Банком России, в результате которого существенно выросла популярность акционерного краудфандинга в стране. Благодаря проведенным реформам повысилась прозрачность этого инновационного метода венчурного финансирования и несмотря на совокупную негативную динамику венчурных инвестиций в стране, объемы привлеченных краудинвестингом инвестиций продемонстрировали двузначные темпы роста по итогам 2022 г. В результате, легализация акционерного краудфандинга оказала существенную поддержку отечественному технологическому МСБ, что более детально описано в первой главе авторской диссертации.

Что касается вопроса компетенций российских инвестиционных управляющих в области структуризации и управления Компаниями для приобретения активов специального назначения, квалифицированные инвестиционные менеджеры могут приобрести знания, основываясь на собственном инвестиционном опыте в сфере рынков капитала и прямых инвестиций, международной практике, а также по факту присвоения специальной аккредитации регулятором в лице Банка России. Для этого необходимо ввести определенные требования к спонсорам и членам совета директоров КПАСН.

Проблемы, вызванные новой геополитической реальностью, которая негативно повлияла на российскую инвестиционную среду, не являются

сдерживающим фактором для внедрения КПАСН в Российской Федерации. Наоборот, фундаментальные геополитические изменения должны послужить стимулом для консолидации российской экономики.

Четыре зарубежные SPAC, организованные лицами аффилированными с Россией в период 2020-2021 гг., проявляют интерес к этому финансовому механизму среди отечественных институциональных инвесторов и предпринимателей. Kismet Acquisition One Corp единственная провела успешную бизнес-комбинацию с компанией Nexters, чьи основатели также были аффилированы с Россией. Две компании оболочки были ликвидированы, а одна продана сторонней команде. Такая статистка подтверждает общий комплексный характер мировой SPAC-индустрии, где, например, на общее число американских шелл-компаний приходится, примерно, треть ликвидированных компаний-оболочек. Однако, несмотря на регистрацию в зарубежной юрисдикции и листинге на иностранной бирже, именно аффилированность к России могла помешать спонсорам осуществить слияние с целевой компанией в срок из-за геополитического давления.

Возможно, что КПАСН на фоне изменившейся действительности позволит аккумулировать и мобилизовать внутренний инвестиционный поток, повысит ликвидность отечественного рынка акций и станет дополнительным стимулом для масштабирования венчурного финансирования внутри российской юрисдикции посредством нового инновационного метода по выходу из частных компаний на локальном рынке, способного конкурировать с традиционным IPO. Интеграция концепции компании-оболочки в России позволит сократить отток технологических предпринимателей и инвесторов из страны, предоставляя дополнительные перспективы развития российскому венчурному бизнесу.

В итоге развитие отечественной венчурной индустрии будет способствовать удержанию российских талантов и мотивировать российских предпринимателей масштабировать свой бизнес в России с перспективами его продажи, в том числе на внутреннем публичном рынке российским акционерам. Автор считает, что

КПАСН станет одним из фундаментальных механизмов трансформации российской венчурной индустрии в современный инновационный хаб, способный конкурировать с западными аналогами [117].

Иностранные регуляторы выставляют относительно строгие требования для SPAC в целях защиты инвесторов. Для того, чтобы обосновать российскую концепцию, был проанализирован опыт зарубежных стран и особенности деятельности компаний по приобретению специального назначения в разных юрисдикциях. По результатам этого анализа для развития КПАСН в российских условиях автором предлагаются следующие рекомендации:

1. Дополнить Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» поправкой, предусматривающей введение понятия «Компания для приобретения целевых активов (Компания-оболочка, КПАСН)»;
2. Предусмотреть в корпоративном законодательстве регистрацию КПАСН в форме публичного акционерного общества;
3. Ввести требование, в соответствии с которым любая КПАСН должна выпускать проспект ценных бумаг, согласованный с Банком России (регулятором), в котором подробно описаны основные положения и специальное назначение компании-оболочки (целевая индустрия для проведения бизнес-комбинации);
4. Ввести требования для целевых компаний, выбранных для поглощения, по раскрытию информации и адаптации МСФО отчетности за последний завершённый год [117];
5. Наделить SPBEX или MOEX полномочиями по организации размещения акций КПАСН и ввести отдельную секцию/режим торгов на площадках для этого финансового инструмента. В случае с MOEX можно использовать биржевую секцию Рынок Инноваций и Инвестиций, предусматривающую листинги отечественных технологических компаний с малой и средней капитализацией [117];
6. Организатору торгов предусмотреть эмиссию ценных бумаг КПАСН, которая будет состоять не из комплексных юнитов, включающих акции и варранты как в

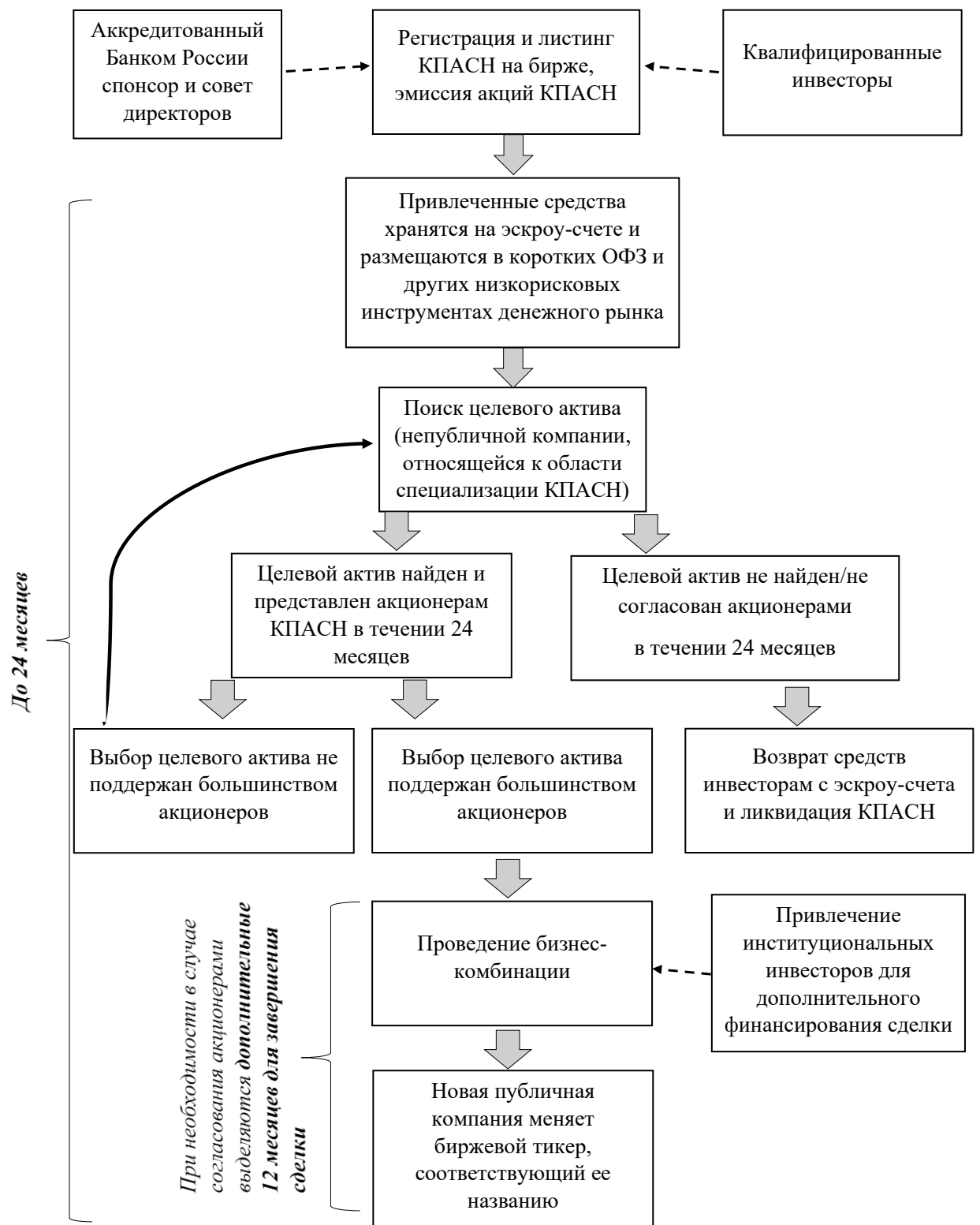
западной модели SPAC, а только из обыкновенных акций (по примеру корейской концепции SPAC) стандартизированной номинальной стоимостью одной акции КПАЧН-эмитента, равной 100 руб. Стоимость стандартизирована для удобства эмитентов при выпуске ценных бумаг и инвесторов при инвестициях в акции КПАЧН (например, в Европе и США цена одного юнита SPAC обычно составляет, 10 долл. и 10 евро, соответственно. Номинальная цена акций китайских SPAC, размещающихся на гонконгской бирже, не может быть меньше 10 гонкогских долларов [243]. Номинальная стоимость облигаций федерального займа (ОФЗ) и российских корпоративных облигаций обычно составляет 1000 руб.) [141]. Стандартизированная цена акций КПАЧН в 100 руб. упростит регулирование компаний-оболочек со стороны Банка России и систематизирует анализ успешности бизнес-комбинаций, проведенных КПАЧН;

7. Регулятору ввести минимальный порог для листинга КПАЧН 1 000 000 000 (один млрд.) руб. привлеченных инвестиций и установить максимальный лимит 10 000 000 000 (десять млрд.) руб.;
8. Регулятору ограничить деятельность КПАЧН возможностью проведения только одной бизнес-комбинации за свой жизненный цикл;
9. Регулятору предусмотреть дифференцированный подход к допуску инвесторов к первичному размещению КПАЧН и торговле ценными бумагами на вторичном рынке. Суть дифференциации в том, что к первичному размещению КПАЧН могут быть допущены только квалифицированные инвесторы, а к работе на вторичном рынке – любые розничные и институциональные инвесторы;
10. Регулятору ввести требование для спонсоров (юридических и физических лиц) в обязательной аккредитации для подтверждения их компетенции Банком России [117];
11. Состав директоров КПАЧН, включающий спонсора-генерального директора, должен состоять минимум из трех человек. Обязательное требование - хотя бы одно из лиц должно иметь профессиональный опыт в сфере целевой индустрии, на которую ориентируется КПАЧН, второе лицо – обладать квалифицированным

опытом в сфере финансов и инвестиций (венчурные инвестиции, слияния и поглощения, корпоративные финансы и т.п.);

12. Регулятору добавить ограничение для спонсоров, допускающее одновременное участие только в одной КПАЧН до завершения слияния с целевой компанией или ликвидацией КПАЧН [117];
13. Предусмотреть необходимость изменения тикера публичной компании после успешного проведения бизнес-комбинации КПАЧН с целевой частной компанией.
14. Ввести требования по хранению капитала от первичного размещения до проведения слияния с целевой компанией на эскроу-счетах в денежных средствах и для частичного покрытия инфляции в инструментах российского денежного рынка, приносящих процентный доход: краткосрочные суверенные облигации (ОФЗ) и сделки РЕПО;
15. Установить срок 24 месяца с момента листинга КПАЧН до реализации поглощения целевой компании с возможностью пролонгирования его дополнительно на 12 месяцев при условии выполнения двух требований: 1) КПАЧН инициировало бизнес-комбинацию с определённой целевой компанией, одобренной большинством акционеров в рамках голосования; 2) Большинство акционеров согласовано пролонгирование срока в рамках голосования;
16. Провести несколько пилотных выпусков КПАЧН в России с поддержкой регулятором и институциональными инвесторами для анализа спроса и оценки эффективности нового для рынка метода выхода частной компании на публичный рынок [117].

На рисунке 30 изображена схема жизненного цикла КПАЧН, включающая вышеупомянутые авторские рекомендации.



Источник: составлено автором

Рисунок 30 – Жизненный цикл Компании для приобретения активов специального назначения

С точки зрения выбора потенциальной площадки, которая бы стала специализироваться на размещении компаний для приобретения активов

специального назначения, можно рассмотреть Мосбиржу или СПБ Биржу. Процесс создания новой альтернативной отечественной фондовой биржи с фокусом на КПАСН является небыстрой и высокзатратной задачей, для реализации которой необходимы существенные источники финансирования со стороны государства и/или частного капитала. Следовательно, решение об использовании существующей инвестиционной инфраструктуры для интеграции компаний-оболочек выглядит более реалистичным.

Например, СПБ Биржа, которая ранее специализировалась на предоставлении участникам российского финансового рынка возможности торговли иностранными ценными бумагами, стала жертвой экономического давления со стороны Минфина США, попав в блокирующий санкционный список в ноябре 2023 г. [237]. На фоне изменившейся геополитической реальности по итогам 2022 г. объем торгов зарубежными эмитентами на СПБ Бирже сократился на 68,9% г-к-г до 122,2 млрд. долл. [121]. В результате иностранных санкций были заморожены активы российских инвесторов в виде зарубежных ценных бумаг на общую сумму в 3 млрд. долл. [112].

По мнению автора, СПБ Бирже рекомендуется пересмотреть свою бизнес-модель в пользу отечественно-ориентированных инновационных российских эмитентов с венчурными корнями и интегрировать в корпоративную структуру новую рыночную нишу: размещение компаний-оболочек для дальнейшего листинга и торговли российскими технологическими компаниями на бирже.

Таким образом, можно сделать вывод, что компания для приобретения активов специального назначения решает одну из фундаментальных проблем, связанную с развитием российской индустрии венчурного финансирования, а именно процесс выхода из сделок венчурных инвесторов. Самым популярным способом по отчуждению доли в непубличной компании с участием венчурного капитала является продажа стратегическому и финансовому покупателю (M&A). У отечественного инновационного бизнеса недостаточно средств для проведения публичного листинга через традиционное IPO. Из-за ограниченных

возможностей по реализации венчурных инвестиций на локальном рынке российские стартапы активно масштабировались за рубеж, поэтому Российская Федерация являлась страной экспортером венчурных предпринимателей-основателей единорогов.

Геополитическая реальность внесла изменения в конъюнктуру венчурного рынка, приток инвестиций в технологический бизнес на ранних этапах развития снизился, и оценки стартапов упали. КПАСН — это финансовый механизм, который комбинируют IPO и M&A вместе, демократизируя процесс выхода из акционерного капитала компании. Ожидается, что этот инновационный инструмент станет альтернативным способом выхода для отечественных венчурных компаний и последующего приобретения ими публичного статуса. В то же время КПАСН повысит конкурентоспособность и стоимость российского венчурного бизнеса за счет роста ликвидности на вторичном рынке и стимулирования капиталовложений в российские стартапы отечественными инвесторами. Несмотря на риски и финансовые издержки, которые ложатся на спонсоров и инвесторов в КПАСН, компания-оболочка позволяет им монетизировать на успешных бизнес-комбинациях с участием инновационных компаний с высоким темпом роста.

Банку России совместно с другими компетентными органами и структурами необходимо тесно взаимодействовать для разработки наиболее оптимальной модели КПАСН для российской юрисдикции. Данный инструмент должен стать одним из важных шагов к усилению технологического и экономического суверенитета Российской Федерации, важность которого обозначена в «Концепции технологического развития на период до 2030 года» и в «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года».

Автор также считает, что разработка российской концепции компании-оболочки помимо пользы для индустрии венчурного финансирования способна увеличить капитализацию российского фондового рынка за счет притока иностранных инвесторов из дружественных России стран, например членов

Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Для партнеров из ЕАЭС (Армения, Беларусь, Казахстан, Киргизия) можно организовать льготные условия регистрации КПАЧН в России и их листингов на российских площадках для слияния с российскими компаниям [117]. Такие же условия можно рассмотреть и для тех партнеров-членов БРИКС, которые заинтересованы в проведении бизнес-комбинации с отечественными непубличными предприятиями на российском рынке акций.

Выводы и предложения

Автором диссертационной работы проведено детальное исследование российской и иностранной литературы, качественной и количественной информации, в том числе в виде статистических баз данных. Помимо этого, для более глубокого и наиболее прозрачного анализа российского венчурного бизнеса автором были проведены личные интервью с бэкспертами в рассматриваемой области, а также проанализированы материалы статусных научно-практических конференций по венчурным инвестициям, в работе которых автор принимал личное участие. В итоге разработан ряд рекомендаций и механизмов, способствующих развитию венчурного финансирования в Российской Федерации в условиях изменившейся геополитической реальности.

Ниже представлены ключевые выводы авторского диссертационного исследования. Во-первых, выявлено, что помимо негативных факторов, влияющих на российскую индустрию венчурного финансирования (уменьшение объема инвестиций со стороны инвесторов-резидентов, существенный отток капиталовложений инвесторов-нерезидентов, эмиграция человеческого ресурса в лице предпринимателей и IT-специалистов), вызванных новой геополитической реальностью, тренд на дедолларизацию мировой экономики, протекционизм и импортозамещение может позволить консолидировать и мобилизовать внутренний интеллектуальный и инвестиционный потенциал для развития венчурного предпринимательства в стране в среднесрочной перспективе.

Во-вторых, определено, что одним из ограничивающих факторов развития отечественного венчурного бизнеса является недостаточный уровень раскрытия информации инициаторами венчурных проектов, а также систематизация этих данных на официальном уровне. В целях устранения отмеченного ограничения была разработана методика повышения прозрачности рынка венчурного финансирования через определение «Объемов венчурного финансирования в России». Основными элементами методологии определения объемов являются: оптимизация действующих подходов по сбору и обработке информации по

венчурному рынку, которые используют аналитические компании, систематизация статистических данных со стороны регулятора (Банка России), публикация результатов в российской национальной валюте, сегментация венчурных инвесторов на институциональных, розничных, иностранных инвесторов и краудинвесторов.

В диссертации также раскрыт потенциал развития российского рынка краудинвестинга (акционерного краудфандинга) в качестве инновационного метода венчурного финансирования в Российской Федерации. Доказано, что краудинвестинг является методом коллективного финансирования технологических стартапов, рост популярности которого обусловлен объективными причинами. Он социально ориентирован, поскольку способствует формированию трендов на демократизацию и инклюзивность венчурного предпринимательства, актуальность которых приобретает особое значение в современных условиях новой геополитической реальности. Как показал анализ, уже в среднесрочной перспективе объемы краудинвестинга могут превысить объемы традиционного венчурного финансирования в стране, тем самым оказав поддержку российскому венчурному бизнесу.

В диссертации обоснован комплексный подход к развитию финансовой грамотности и культуры российского населения в области венчурного финансирования, сущность которого заключается в совершенствовании «Стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года» в части расширения знаний населения (потенциальных инвесторов) об инструментах венчурного инвестирования через образовательные программы, научно-практические конференции и специальные мероприятия. Также автором представлена рекомендация по разработке и включению в раздел «Финансы и экономика» (код 08) профессионального стандарта «Специалист по прямым и венчурным инвестициям. Венчурное финансирование, значимость которого определена в «Концепции технологического развития на период до 2030 года», «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030

года» и в «Стратегии развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года», помимо своей фундаментальной значимости для решения задачи достижения технологического и экономического суверенитета Российской Федерации, может стать альтернативой нелегальным финансовым практикам с повышенным уровнем риска, и тем самым обеспечить дополнительный приток объема венчурного финансирования с потенциалом, превышающим 4 млрд. руб. к 2030 г.

Автором разработана стратегия роста объемов венчурных капиталовложений на основе развития ESG-финансирования российских стартапов, заключающаяся в интеграции ESG-культуры в корпоративную экосистему частного технологического бизнеса, а также в стимулировании интереса инвесторов к финансированию устойчиво-ориентированных стартапов. В ходе исследования выявлено, что в России активно развивается рынок долгового ESG-финансирования, который в тысячу раз превышает публичное долевое ESG-финансирование, реализуемое через ОПИФы и БПИФы. По разным оценкам, доля ESG-ориентированных инвестиций в общих объемах венчурного финансирования на Западе составляет не менее 60%, при этом во многих развивающихся странах популярность устойчивого венчурного финансирования продолжает расти среди инвесторов с точки зрения диверсификации и увеличения доходности, причем многие местные фонды альтернативных инвестиций интегрировали ESG-цели в свой инвестиционный мандат.

Результаты анализа показали, чем сильнее масштабируются частные компании, тем более критичной для их инвесторов становится оценка ESG-рисков, особенно после приобретения публичного статуса. Поэтому важно интегрировать цели устойчивого развития в корпоративную культуру частных инновационных компаний на начальных этапах их развития. Объективно необходима и государственная поддержка развития отечественного ESG-финансирования стартапов через наращивание объемов грантов и субсидий малому и среднему бизнеса, ставя в приоритет стартапы и сферы деятельности,

интегрировавшие ЦУР. Обоснована необходимость создания новых программ грантового и субсидированного венчурного бизнеса с фокусом на устойчивое развитие, стимулирования институциональных инвесторов вкладывать в акционерный капитал частных ESG-ориентированных компаний. Важной основой для этого станет формирование ESG-рейтингов непубличных компаний на начальных этапах развития, а также добавление официальных статистических данных в национальной валюте по сделкам, связанным с венчурным ESG-финансированием для повышения прозрачности этого сегмента венчурного инвестирования. Ожидается, что доля устойчиво-ориентированных инвестиций в российские венчурные компании превысит 50% к 2030 г., что приведет к существенному увеличению совокупного объема отечественного венчурного финансирования.

Представленные в диссертации результаты анализа доказывают, что в России существует фундаментальная проблема, связанная со способами выхода из венчурных сделок, которая негативно влияет на конъюнктуру венчурного финансирования в стране. Самыми популярными способами выхода из венчурного капитала являются продажа стратегическому или финансовому инвестору и выкуп менеджментом. Из-за непопулярности традиционного рынка IPO в России, как на ранних венчурных стадиях, так и на стадиях зрелости компаний, из-за высоких издержек, а также невозможности масштабироваться до уровня единорога на домашнем рынке, многие отечественные технологические предприниматели эмигрировали за границу, где успешно реализуют свой потенциал. Из-за ограниченной конкурентоспособности российского венчурного бизнеса в процессе выхода оценки российских стартапов снижаются. В современных условиях необходимо разработать новый метод выхода из венчурного капитала инвесторами, который будет для них привлекательным и увеличит ликвидность венчурного бизнеса.

В работе доказывается, что в России целесообразно начинать создавать Компании для приобретения активов специального назначения (КПАЧН) - новый

механизм, который может повысить эффективность российского венчурного бизнеса и позволит ему масштабироваться за счет дополнительного источника финансирования. Базовым инструментом этого метода привлечения инвестиций является концепция компании-оболочки - юридического лица, не ведущего операционную деятельность, цель которого состоит в выходе на публичный рынок акций и в последующем приобретении актива специального назначения (целевой компании, сфокусированной на определенную индустрию). Аналог данного финансового инструмента, активно применяющийся, как и на развитых рынках (в 2020 г. впервые доля SPAC-размещений превысила 50% общего количества IPO) так, и набирающая популярность на развивающихся рынках называется SPAC³⁵. Автором исследован зарубежный опыт использования SPAC, а также особенности законодательства и другие сопутствующие риски для SPAC-инвесторов для определения наиболее оптимальной концепции КПАСН.

Возможно, что использование Компании для приобретения активов специального назначения позволит не только оптимизировать процесс выхода из частных технологических компаний путем приобретения ими публичного статуса альтернативным способом, тем самым повысив перспективы финансирования инвесторов в отечественные стартапы, но и простимулирует российский фондовый рынок, увеличив количество публичных размещений отечественных компаний. Для начала работы КПАСН в Российской Федерации необходимо подготовить инфраструктуру, в том числе в виде организатора торгов – фондовой биржи, а также внести изменения в российское законодательство.

Таким образом, рассмотренные механизмы и рекомендации ориентированы на решение таких проблем венчурного финансирования на российском рынке, как привлечение инвестиций, масштабирование и выход из венчурного капитала. Для достижения синергетического эффекта в развитии венчурного финансирования в России в условиях изменившейся геополитической реальности представленные автором решения дадут наибольший эффект в случае их применения в комплексе.

³⁵ Special purpose acquisition company (SPAC) – зарубежный аналог КПАСН

Важно отметить, что решения и рекомендации в рамках кандидатской диссертации не являются единственными механизмами развития венчурного финансирования в России. Авторский подход не включает такие важные области стимулирования российского венчурного бизнеса как налогообложение, структурирование венчурных фондов и другие фундаментальные аспекты, которые исследовались российскими учеными в рамках их научно-исследовательских работ. Эти области венчурного финансирования можно было бы детально изучить в ходе дальнейших авторских исследований.

Список использованных источников и литературы

- 1) Абрамов, А. Е. Опыт и уроки публичных размещений акций на фондовых рынках США, Китая и России / А. Е. Абрамов, А. Г. Косырев, А. Д. Радыгин, М. И. Чернова // Экономическое развитие России. – 2021. – Т. 28. № 5. – С. 14-20.
- 2) Акимкина, Д. А. Импортозамещение высокотехнологичных компонентов как важный фактор национальной безопасности / Д. А. Акимкина, Е. Ю. Хрусталёв, О. Е. Хрусталёв // Научный журнал КубГАУ. – 2023. – №187(03). – 18 с.
- 3) Акции. Ответственные инвестиции (ВИМ Инвестиции), 0998-94132311, RU000A0JU8K6 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://investfunds.ru/funds/1045/> (дата обращения: 03.12.2023).
- 4) Алексеенко, А. Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А. Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – № 6. – С. 74-80.
- 5) Алиев, А. Т. Проблемы развития венчурного предпринимательства в России и пути их преодоления / А. Т. Алиев, В. Р. Веснин, В. Д. Грибов // Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. – 2013. – № 6. – С. 267-269.
- 6) Алуян, С. В. Преимущества и риски программы параллельного импорта / С. В. Алуян, К. В. Хорошун // Экономика и предпринимательство. – 2023. – № 2(151). – С. 119-122.
- 7) Анцибор, И. А. Исследование весомости качественных критериев в оценке стартапов венчурными инвесторами / И. А. Анцибор, Д. С. Семенов // Научный результат. Экономические исследования. – 2022. – Т. 8, № 2. – С. 97-106.
- 8) Арутюнов, А., Кокорева, М. Как чиновники внедряют в России размещение на бирже через SPAC и при чем тут «Роснано» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.forbes.ru/finansy/451533-kak-cinovniki-vnedrat-v-rossii-razmesenie-na-birze-cerez-spac-i-pri-chem-tut-rosnano> (дата обращения: 22.07.2022)
- 9) Бабазаде, Н. А. Влияние импортозамещения на финансовый сектор России / Н. А. Бабазаде // Russian Economic Bulletin. – 2023. – Т. 6, № 2. – С. 142-148.
- 10) Балаян, Е., Штурма Я. Чудеса в нищете: финпирамиды лишили россиян 100 млрд рублей за год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://iz.ru/1486548/elena-balaian-iana-shturma/chudes-a-v-nishchete-finpiramidy-lishili-rossii-100-mlrd-rublei-za-god> (дата обращения: 24.11.2023).
- 11) Баранов, А. О. Венчурное финансирование проектов импортозамещения в России: проблемы и перспективы / А. О. Баранов, Е. И. Музыка, В. Н. Павлов // ЭКО. – 2023. – № 1(583). – С. 118-132.
- 12) Березинец, И. В. Акционерный краудфандинг: детерминанты успеха компании при размещении на краудфандинговой платформе / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, Н. А. Кляровская // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2021. – Т. 20, № 2. – С. 131-164.
- 13) Бессрочные облигации ОАО «РЖД» получили подтверждение о соответствии российским и международным стандартам «зеленого» финансирования [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://company.rzd.ru/ru/9397/page/104069?id=255228&ysclid=lu7gjobko4651635099> (дата обращения: 10.12.2023).
- 14) Биржевые инвестиционные фонды на Московской бирже [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.moex.com/msn/etf?ysclid=lu7ictl2h7848326388> (дата обращения: 03.12.2023).
- 15) Булатова, В. Б. Краудфинансы: особенности, тенденции и пути развития в современной России / В. Б. Булатова // Вестник университета. – 2021. – № 4. – С. 138-145.
- 16) Венчурная дезориентация: венчурному рынку России нужен прозрачный и долгосрочный план развития // Счетная палата Российской Федерации; аудитор Зайцев Д.А. 2020. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL:

- <https://ach.gov.ru/checks/venchurnaya-dezorientatsiya-venchurnomu-rynku-rossii-nuzhen-prozrachnyy-i-dolgosrochnyy-plan-razviti?ysclid=lmxwwez1j909875050> (дата обращения: 13.08.2023).
- 17) Венчурная Евразия: итоги 2022 года. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://dsight.timepad.ru/event/2342911/> (дата обращения: 10.04.2023).
 - 18) Венчурные инвестиции [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://ventureguide.innoagency.ru/> (дата обращения: 20.03.2024).
 - 19) Венчурные инвестиции ESG [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://ventureguide.innoagency.ru/esg/> (дата обращения: 17.12.2023).
 - 20) Верич, Ю. Л. Финансовые пирамиды как угроза безопасности финансовых рынков / Ю. Л. Верич // Финансы в условиях глобализации: Материалы V Международной научно-практической интернет-конференции, Донецк, 17 февраля 2022 года. – Донецк: ФЛП Кириенко С.Г., 2022. – С. 34-37.
 - 21) Владимирова, Н. Startup Guide: точка сборки для московской стартап-экосистемы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://incruussia.ru/specials/innovations-nav/> (дата обращения: 25.08.2023).
 - 22) Власти изучат допуск к IPO в России компаний без активов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.rbc.ru/finances/10/02/2021/6022767e9a79476f42aa9fc3?ysclid=l8k792m0ds423738233> (дата обращения: 07.02.2024)
 - 23) Володин, С. Н. Российский рынок венчурных инвестиций: актуальные проблемы и пути их решения / С. Н. Володин, В. С. Волкова // Корпоративные финансы. – 2016. – Т. 10, № 2(38). – С. 70-89.
 - 24) Володина, А. О. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта / А. О. Володина, М. Б. Траченко // Финансовый журнал. – 2023. – Т. 15, № 2. – С. 59-73.
 - 25) Восканян, Р. О. Сценарии выхода инвестора из венчурных инвестиций / Р. О. Восканян // Вестник Удмуртского университета. Серия Экономика и право. – 2021. – Т. 31, № 1. – С. 5-11.
 - 26) Выставка Startup Village. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://2023.startupvillage.ru/exhibitors?page=1> (дата обращения: 04.06.2023).
 - 27) Глава Минцифры сообщил, что порядка 100 тыс. айтишников покинули РФ в этом году. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.interfax.ru/russia/877771> (дата обращения: 12.02.2023).
 - 28) Глоссарий венчурного предпринимательства 2011 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-Glossary-2011.pdf> (дата обращения: 22.12.2023).
 - 29) Годовой отчет Банка России за 2018 год (Банк России). 2019. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/19699/ar_2018.pdf (дата обращения: 19.09.2023).
 - 30) Годовой отчет Банка России за 2019 год (Банк России) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/27873/ar_2019.pdf (дата обращения: 16.02.2023).
 - 31) Годовой отчет Банка России за 2020 год (Банк России). 2021. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32268/ar_2020.pdf (дата обращения: 16.09.2023).
 - 32) Годовой отчет Банка России за 2022 год (Банк России) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/43872/ar_2022.pdf (дата обращения: 16.02.2023).

- 33) Гречкин, Н. В. Краудфандинг в странах ЕАЭС: тенденции и направления развития: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук: 08.00.10, 08.00.14 / Гречкин Назар Васильевич – Москва, 2022. – 231 с.
- 34) Груздева Е.В. Венчурное финансирование инновационной деятельности: Учебно-методическое пособие. — Москва: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2017. — 160 с.
- 35) Джавадова, О. М. Импортозамещение как эффективный инструмент развития экономики России / О. М. Джавадова, С. М. Гасанкадиева // Вестник Северо-Кавказского федерального университета. – 2023. – № 5(98). – С. 31-39.
- 36) Дорожная карта мероприятий по реализации Стратегии повышения финансовой грамотности в Российской Федерации на 2017-2023 годы (Банк России) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/59795/Inf_note_dec_2718_2.pdf (дата обращения: 19.02.2023).
- 37) Дуненкова, Е. Н. Венчурные экосистемы России и США: сравнительный анализ / Е. Н. Дуненкова, Е. А. Лысова // Вестник университета. – 2020. – № 12. – С. 95-102.
- 38) Евстафьева, И. Ю. Методические основы оценки уровня финансовой грамотности населения / И. Ю. Евстафьева // Инновации и инвестиции. – 2017. – №10. – С. 46-49.
- 39) Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень PREQVECA MONTHLY [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (платный). – URL: http://www.preqveca.ru/preqveca_monthly/ (дата обращения: 20.08.2023).
- 40) Езангина, И. А. Рынок венчурного инвестирования в условиях пандемии: реалии времени и перспективы будущего / И. А. Езангина, А. Е. Маловичко // Финансы: теория и практика. – 2021. – Т. 25, № 5. – С. 92-116.
- 41) Ерохина, А. В. Развитие устойчивого долевого финансирования для поддержки российской индустрии венчурного капитала / А. В. Ерохина, Л. П. Синютин // Государственная служба. – 2023. – Т. 25, № 1(141). – С. 31-40.
- 42) Закоян, Г. А. Внедрение принципов устойчивого развития высшими учебными заведениями как способ привлечения венчурных инвестиций для инновационного развития России / Г. А. Закоян // Вестник евразийской науки. – 2023. – Т. 15, № S2.
- 43) Исследование рынка стартапов в России. Startup Barometer 2021. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: <https://vc-barometer.ru/> (дата обращения: 17.12.2023).
- 44) Исследование уровня финансовой грамотности: четвертый этап (Банк России) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.cbr.ru/analytics/szpp/fin_literacy/fin_ed_4/ (дата обращения: 20.02.2023).
- 45) Итоги 2020 года в краудлендинге России // VC.ru. 2021. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://vc.ru/money/215113-itogi-2020-goda-vkraudlendinge-rossii?ysclid=locwn8ip8e273453880> (дата обращения: 19.09.2023).
- 46) Калаев, Д. В. GoGlobal 2023: куда выходить российским фаундерам в 2023 году (венчурный форум. 21.04.2023)
- 47) Карпенко, О. А. Первичное публичное размещение акций российских компаний с венчурным капиталом / О. А. Карпенко // Вопросы инновационной экономики. – 2017. – Т. 7, № 4. – С. 391-406.
- 48) Киевич, А. В. Краудинвестинг как альтернативная модель финансирования инвестиционного проекта / А. В. Киевич, Д. А. Койпаш // Экономика и банки. – 2016. – № 1. – С. 58-65.
- 49) Кожанова, А. В. Механизм финансирования российских стартапов на разных стадиях их жизненного цикла: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук: 08.00.10 / Кожанова Анастасия Вячеславовна – Москва, 2021. – 230 с.
- 50) Козлов, Н. В. Понятие венчурного инвестирования в инновационной деятельности / Н. В. Козлов // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 2. – С. 73-77.

- 51) Козловская, С. А. Венчурные инвестиции России: оценка состояния и траектории развития / С. А. Козловская, К. С. Приходько, К. С. Савина // Вестник Академии знаний. – 2022. – № 50(3). – С. 165-172.
- 52) Кокорев, А. С. Направления повышения финансовой грамотности населения в части противодействия современным финансовым пирамидам / А. С. Кокорев, Я. В. Шавыкин // Культура и безопасность. – 2022. – № 1. – С. 47-53.
- 53) Комолов, О. О. Глобальная роль доллара и тенденции дедолларизации мировой экономики в новых условиях / О. О. Комолов // Экономическое возрождение России. – 2023. – № 2(76). – С. 102-118.
- 54) Концепция технологического развития на период до 2030 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 20 мая 2023 года № 1315-р) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/files/KIJ6A00A1K5t8Aw93NfRG6P8OIbBp18F.pdf> (дата обращения: 22.06.2023).
- 55) Коршева, М. А. Современное состояние рынка венчурных инвестиций в России и в мире / М. А. Коршева // Финансы и кредит. – 2020. – Т. 26, № 2(794). – С. 430-441.
- 56) Краудфандинговая платформа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: [Planeta.ru https://planeta.ru/about](https://planeta.ru/about) (дата обращения: 23.10.2023)
- 57) Краудфандинговая платформа Boomstarter [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://boomstarter.ru/> (дата обращения: 23.10.2023)
- 58) Крылова, Л. В. Децентрализация мировой валютно-финансовой системы в условиях деглобализации / Л. В. Крылова // Банковские услуги. – 2022. – № 7. – С. 2-8.
- 59) Кудина, М. В. Венчурный капитал в условиях ESG-трансформации / М. В. Кудина, А. Ш. Касымов // Государственное управление. Электронный вестник. – 2022. – № 93. – С. 22-37.
- 60) Кузнецов Е. РаSPACовка инвестиций: власти хотят упростить компаниям выход на биржу [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://iz.ru/1241602/evgenii-kuznetsov/raspacovka-investitsii-vlasti-khotiat-uprostit-kompaniiam-vykhod-na-birzhu> (дата обращения: 22.07.2022)
- 61) Кулижская, Ж. С. Слияние со SPAC-компанией вместо IPO как инструмент повышения стоимости компании при реализации инвестиционных проектов / Ж. С. Кулижская // Baikal Research Journal. – 2023. – Т. 14, № 3. – С. 845-858.
- 62) Лаврова, Л. А. Криптовалюта как возможная альтернатива дедолларизации мировой валютной системы / Л. А. Лаврова, М. Г. Жигас, С. Н. Кузьмина // Известия Байкальского государственного университета. – 2023. – Т. 33, № 2. – С. 245-256.
- 63) Ладуба, Д. А. Израиль как пример успешного использования механизмов государственно-частного партнерства при запуске и развитии индустрии венчурного инвестирования / Д. А. Ладуба // Экономические науки. – 2012. – № 6(91). – С. 196-200.
- 64) Лыкова, Е. Мы не даем мошенникам превратиться из «чайников» в «паровозы» / Интервью с Директором департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России Валерием Ляхом [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://ria.ru/20230209/lyakh-1850567456.html> (дата обращения: 14.02.2023).
- 65) Лю-Ку-тан, Е. В. Финансовые пирамиды как основная проблема финансовой грамотности населения / Е. В. Лю-Ку-тан, Н. А. Калущкая // Академическая публицистика. – 2022. – № 12-2. – С. 271-276.
- 66) Макушина, Е. Ю. Оценка и отражение в финансовой отчетности венчурных инвестиций: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук: 5.2.3 / Макушина Елена Юрьевна – Москва, 2023. – 158 с.
- 67) Марголин, А.М. Экономическая оценка инвестиционных проектов: учебник / Марголин, Андрей Маркович; РАНХиГС при Президенте РФ. - М.: Экономика, 2018. - 334 с.

- 68) Марголин, А. М. Основные проблемы развития венчурной индустрии в России и методы их решения / А. М. Марголин, Л. П. Синютин // Управленческое консультирование. – 2022. – № 1(157). – С. 47-63.
- 69) Марголин, А. М. Риски, вызовы и механизмы ESG-трансформации систем управления / А. М. Марголин, И. В. Вязина // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). – 2022. – Т. 13, № 3. – С. 352-368.
- 70) Марголин, А. М. Финансовая грамотность населения как фактор развития венчурного инвестирования в России / А. М. Марголин, Л. П. Синютин // Финансы, деньги, инвестиции. – 2023. – № 1(85). – С. 18-26.
- 71) Марголин, А. М. Эффективная инвестиционная политика – залог устойчивого развития российской экономики / А. М. Марголин, Т. А. Спицына // Государственная служба. – 2021. – Т. 23, № 5. – С. 37-46.
- 72) Минцифры России выделяет 7.1 млрд рублей на гранты для ИТ-проектов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: <https://digital.gov.ru/ru/events/40094/> (дата обращения: 06.11.2022).
- 73) Мосбиржа ведет переговоры об IPO с 30–40 компаниями [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5101075> (дата обращения: 07.01.2024).
- 74) Нагорных, Д. Ю. Защита венчурных инвестиций в России: методика и инструментарий: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук 08.00.10 / Нагорных Дмитрий Юрьевич – Новосибирск, 2022. – 180 с.
- 75) Надеждина, С. Д. Финансовая грамотность населения России: проблемы и направления развития / С. Д. Надеждина, О. А. Чистякова // Baikal Research Journal. – 2023. – Т. 14, № 2. – С. 407-416.
- 76) Новикова, О. В. Трансформация корпоративного права: квазикорпоративные и квазипубличные структуры / О. В. Новикова // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Юридические науки. – 2023. – Т. 27, № 1. – С. 181-199.
- 77) О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/9249/page/2> (дата обращения: 16.08.2022).
- 78) Обзор платформенных сервисов в России (Банк России. Информационно-аналитический материал) 2023. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/146720/platform_services_20230515.pdf (дата обращения: 19.09.2023).
- 79) Обзор российского рынка венчурных инвестиций Venture Russia 2020. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2020-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 30.07.2024).
- 80) Обзор российского рынка венчурных инвестиций Venture Russia 2021 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2021-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 20.12.2023).
- 81) Обзор российского рынка венчурных инвестиций Venture Russia 2022. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2022-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 19.08.2023).
- 82) Обзор рынка краудфандинга в России за 2021 год и I квартал 2022 года (Банк России. Информационно-аналитический материал.). 2022. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 19.09.2023).
- 83) Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России (1994-2004). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/rvca_yearbook_2004_russian_pe_and_vc_market_review_2003_rus.pdf (дата обращения: 30.07.2024).

- 84) Общество с ограниченной ответственностью «ДИСАЙТ» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://navigator.sk.ru/orn/1122633#company_tags_financialSupport (дата обращения: 20.08.2023).
- 85) Объем портфеля банковских кредитов, связанных с устойчивым развитием, существенно вырос [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://raexpert.ru/researches/publications/vedomosti_sep13_2023/?ysclid=lq8ig07t3y376812486 (дата обращения: 08.12.2023).
- 86) Объем рынка краудфандинга в 2017 году увеличился в два раза (Банк России). 2018. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=1902> (дата обращения: 19.09.2023).
- 87) Около 23 млрд рублей составил объем заключенных договоров по программе «Взлет – от старта до IPO» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: https://www.economy.gov.ru/material/news/okolo_23_mlrdrubley_sostavil_obem_zaklyuchennyh_dogovorov_po_programme_vzlet_ot_starta_do_ipo.html?ysclid=lw6y84ko63736811028 (дата обращения: 29.04.2024).
- 88) Около 90% россиян не понимают, что такое ESG и устойчивое развитие [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: https://www.kaspersky.ru/about/press-releases/2023_okolo-90-rossiyan-ne-ponimayut-cto-takoe-esg-i-ustojchivoe-razvitie?ysclid=1w0vynbh6f501468374 (дата обращения: 30.04.2024).
- 89) Орлова, К. Ю. К вопросу об управлении венчурными инновационными проектами / К. Ю. Орлова // Инновационная деятельность. – 2021. – № 4(59). – С. 63-72.
- 90) Орлова, Л. Н. Новые инструменты венчурного финансирования стартапов на ранней стадии развития на современном венчурном рынке России / Л. Н. Орлова, П. С. Бондарева // Государственное управление. Электронный вестник. – 2021. – № 89. – С. 7-18.
- 91) Отчет о работе Росфинмониторинга/21 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.fedsfm.ru/content/files/documents/2022/%D0%B0nnualreport21.pdf> (дата обращения: 18.02.2023).
- 92) Папаскуа, Г. Т. Краудфандинг: понятие, виды и риски / Г. Т. Папаскуа // Актуальные проблемы российского права. – 2021. – Т. 16, № 7(128). – С. 77-85.
- 93) Паршинцева, Л. С. Проблемы и перспективы импортозамещения в сфере информационных технологий / Л. С. Паршинцева, А. А. Паршинцев // Научное обозрение. Серия 1: Экономика и право. – 2022. – № 5-6. – С. 78-90.
- 94) Платежный баланс, международная инвестиционная позиция и внешний долг Российской Федерации в 2022 году. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/p_balance/ (дата обращения: 16.06.2023).
- 95) Поиск IPO / SPO [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://preqvesca.ru/placements/> (дата обращения: 13.01.2024).
- 96) Покидко, В. В. Потенциал рынка краудинвестинга в России: возможности и перспективы развития / В. В. Покидко // Петербургский экономический журнал. – 2015. – № 2. – С. 25-32.
- 97) Противодействие нелегальной деятельности на финансовом рынке (Банк России). 2022. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://cbr.ru/analytics/inside/2022> (дата обращения: 14.02.2023).
- 98) Профессиональные стандарты. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: <https://profstandart.rosmintrud.ru/obshchiy-informatsionnyy-blok/natsionalnyy-reestrprofessionalnykh-standartov/reestr-professionalnykh-standartov/> (дата обращения: 24.02.2023).
- 99) Развитие ESG в секторе МСП: результаты опроса в российских регионах [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL:

- https://www.nifi.ru/images/FILES/Reports/Doklad_razvitie_ESG_v_regionah_.pdf (дата обращения: 30.04.2024).
- 100) Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг (Банк России. Доклад об общественных консультациях). 2022. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation_Paper_200811.pdf (дата обращения: 18.08.2023).
 - 101) Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации (Банк России. Доклад для общественных консультаций). 2022. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf (дата обращения: 05.09.2023).
 - 102) Реестр операторов инвестиционных платформ по состоянию на 19.06.2023 (Банк России) 2023. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://cbr.ru/vfs/registers/infr/list_invest_platform_op.xlsx (дата обращения: 07.09.2023).
 - 103) Резиденты «Сколково» получили 2,4 млрд рублей в рамках федпроекта «Взлет – от стартапа до IPO» в 2022 году. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: https://www.economy.gov.ru/material/news/rezidenty_skolkovo_poluchili_24_mlr_d_rublej_v_ramkah_fedproekta_vzlet_ot_startapa_do_ipo_v_2022_godu.html (дата обращения: 06.11.2022).
 - 104) Российские технологические компании могут получить грантовую поддержку до 10 млрд рублей. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: https://www.economy.gov.ru/material/news/rossiyskie_tehnologicheskie_kompanii_mogut_poluchit_grantovuyu_podderzhku_do_10_mlr_d_rublej.html (дата обращения: 06.11.2022).
 - 105) Российский венчурный форум [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://russianventureforum.ru/?ysclid=lsddwnldrt699757230> (дата обращения: 03.06.2023).
 - 106) Российский инвестиционный холдинг [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: Kismet Capital Group приобретает 100% компании Авито у Naspers <https://www.avito.ru/company/press/rossiyskiy-investitsionny-holding-kismet-capital-group-priobretat-100-kompanii-avito-u-naspers?ysclid=lt07w4wwjo550853652> (дата обращения: 14.01.2024).
 - 107) Рубцов, Б. Б. Концепция устойчивого развития и ее влияние на финансовые рынки / Б. Б. Рубцов // Банковские услуги. – 2023. – № 8. – С. 10-16.
 - 108) Рушайло, П. Как работают современные финансовые пирамиды. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4985953> (дата обращения: 22.02.2023).
 - 109) Рыжкова, М. В. Устойчивость феномена финансовой пирамиды / М. В. Рыжкова, Э. Р. Кашапова // Terra Economicus. – 2022. – Т. 20, № 3. – С. 22-38.
 - 110) Рынок краудфандинга/краудинвестинга в России: итоги 2015 года (Банк России). 2016. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=287#highlight=рынок|краудфандинга> (дата обращения: 19.09.2023).
 - 111) Салтыков, Б. Г. Краудфандинг как инструмент венчурного инвестирования в России и за рубежом / Б. Г. Салтыков, М. Н. Гордеев // Инновации. – 2016. – № 4(210). – С. 40-46.
 - 112) Сальникова, К. В. Развитие рынка венчурного капитала / К. В. Сальникова // Современные технологии управления. – 2022. – № 3(99). – 17 с.
 - 113) Сектор устойчивого развития [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.moex.com/s3019?ysclid=lu7ggahnum680586198> (дата обращения: 10.12.2023).

- 114) Селютин, Л. А. Анализ активности фондов прямых и венчурных инвестиций в России в условиях санкций / Л. А. Селютин // Вестник Российского нового университета. Серия: Человек и общество. – 2023. – № 3. – С. 103-109.
- 115) Силпагар, Э. Ю. Развитие инструментов финансирования инновационно-активных организаций в России: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук 08.00.10 / Силпагар Элиф Юналовна. – Москва, 2022. – 174 с.
- 116) Синютин, Л. П. Краудинвестинг как инновационный метод венчурного финансирования в России / Л. П. Синютин // Банковские услуги. – 2023. – № 10. – С. 19-27.
- 117) Синютин, Л. П. Разработка российской концепции компаний по приобретению специального назначения в целях развития отечественной венчурной индустрии / Л. П. Синютин // Экономические системы. – 2022. – Т. 15, № 3. – С. 66-89.
- 118) Сколково в 2023 году одобрил ИИ-проектов более чем на 1,6 млрд рублей [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: https://www.economy.gov.ru/material/news/skolково_v_2023_godu_odobril_ii_proektov_bole_e_chem_na_16_mlrd_rublej.html?ysclid=lw4r6dobsi316770887 (дата обращения: 29.04.2024).
- 119) Скрипнюк, Д. Ф. Современные тренды мирового рынка слияний и поглощений / Д. Ф. Скрипнюк, Я. Цзэн // Горизонты экономики. – 2022. – № 1(67). – С. 137-145.
- 120) Сотрудниками МВД России задержаны руководители и активные участники финансовой пирамиды Finiko [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://мвд.рф/news/item/29745967?ysclid=leye9wp39g173421546> (дата обращения: 16.02.2023).
- 121) СПБ биржа получила 1,9 млрд рублей годовой чистой прибыли по МСФО [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.interfax.ru/business/901616> (дата обращения: 08.02.2024).
- 122) СПБ Биржа признала блокировку активов инвесторов на \$3 млрд из-за санкций холдинг [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60dc2eac9a7947cec87924de?ysclid=ltww4i4ao697050409> (дата обращения: 08.02.2024).
- 123) Стартапы разъехались по миру. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5758249> (дата обращения: 20.02.2023).
- 124) Стратегия повышения финансовой грамотности в Российской Федерации на 2017 - 2023 годы (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 25 сентября 2017 г. № 2039-р.) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/files/uQZdLRrkPLAdEVdaBsQrk505szCcL4PA.pdf> (дата обращения: 17.02.2023)
- 125) Стратегия повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 октября 2023 г. № 2958-р.) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/files/FJj6iZ8geL94xUACfr2s32ZQoUgqP7fd.pdf> (дата обращения: 05.11.2023)
- 126) Стратегия развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 2 июня 2016 г. № 1083-р.) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/files/jFDd9wbAbApngxEiHNaXHveytq7hfPO96.pdf> (дата обращения: 10.05.2023).
- 127) Стратегия развития финансового рынка в Российской Федерации до 2030 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2022 г.

- № 4355-р) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://static.government.ru/media/acts/files/1202212310037.pdf> (дата обращения: 22.02.2023).
- 128) Сушкова, О. В. Конвертируемый займ как механизм развития стартапов / О. В. Сушкова // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – 2022. – № 12(100). – С. 110-117.
- 129) Сую, В. Дедолларизация как направление финансовой политики России в современных условиях / В. Сую // Проблемы прогнозирования. – 2023. – № 1(196). – С. 16-31.
- 130) Телибекова, Д. Б. Применение договора конвертируемого займа в корпоративных правоотношениях / Д. Б. Телибекова // Право и государство: теория и практика. – 2023. – № 7(223). – С. 288-291.
- 131) Темури, Н. Оценка влияния пандемии на рынок венчурного финансирования / Н. Темури // Инновации и инвестиции. – 2022. – № 3. – С. 4-7.
- 132) Тоноян, Р. Г., Рынок акционерного капитала в России: итоги 2022 года и дальнейшие перспективы развития / Р. Г. Тоноян // Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 2. – 20 с. – активнов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/74a/dnggsmk1s8vjgft90pjjchuda9xjrn3.pdf>.
- 133) Турченко, А. А. Приобретение компанией публичного статуса путем обратного поглощения / А. А. Турченко // Финансы и кредит. – 2010. – № 31(415). – С. 54-60.
- 134) Тюкавкин, Н. М. Региональные модели процессов импортозамещения в условиях современных экономических реалий (на примере Самарской области) / Н. М. Тюкавкин, В. Ю. Анисимова // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). – 2023. – Т. 14, № 4. – С. 588-601.
- 135) Угрюмова, М. А. Развитие процесса импортозамещения в РФ в связи с глобальными санкционными ограничениями / М. А. Угрюмова // Экономика и предпринимательство. – 2023. – № 12(161). – С. 387-389.
- 136) Указание Банка России от 29.04.2015 №3629-У (ред. от 17.09.2021) «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180527/cd268b0476ee1900eab615ce5a1811ac4063f492/ (дата обращения: 24.02.2023).
- 137) Фальченко, О. Д. Особенности трансформации параллельного импорта в России в условиях внешних вызовов и экономических санкций / О. Д. Фальченко, Е. Г. Стремоусова // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2022. – № 10-3. – С. 476-483.
- 138) Федеральный закон от 02.07.2021 г. № 354-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/46999> (дата обращения: 05.01.2024).
- 139) Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 04.08.2023) "О рынке ценных бумаг" <http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&firstDoc=1&lastDoc=1&nd=102040905> [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: (дата обращения: 11.10.2023).
- 140) Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ (ред. от 14.07.2022) "О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" (с изм. и доп., вступ. в силу с 11.01.2023). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&prevDoc=102579815&backlink=1&nd=102801500> (дата обращения: 03.09.2023).
- 141) Финансовая грамотность, виды доходности по облигациям. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: budget.mos.ru/fin-literacy/110 (дата обращения: 30.07.2024).

- 142) Финансовая грамотностью россиян – 2023 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://nafi.ru/upload/iblock/b34/b3472e3a7037f1dc5cbacc9d7b2a25c6.pdf> (дата обращения: 05.11.2023).
- 143) Фролова, В. Б. Венчурное инвестирование: актуальные позиции / В. Б. Фролова, М. А. Кауфманн // Финансовая жизнь. – 2022. – № 3. – С. 114-118.
- 144) Харитонова, Ю. Н. Дедолларизация Российской экономики / Ю. Н. Харитонова, А. С. Руденко // Экономика и предпринимательство. – 2023. – № 3(152). – С. 220-226.
- 145) Харченко, Л. П. Потенциал индустрии коллективных инвестиций в финансировании устойчивого развития / Л. П. Харченко // Вестник Академии знаний. – 2021. – № 45(4). – С. 417-422.
- 146) Центробанк подсчитал потери россиян от участия в финансовых пирамидах [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://1prime.ru/finance/20220708/837426536.html?ysclid=l5ceevk7ed807785217> (дата обращения: 10.02.2023).
- 147) Цзи, Х. Расчеты при трансграничной торговле в юанях и "дедолларизация" / Х. Цзи // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2022. – Т. 12, № 3-1. – С. 205-212.
- 148) Чебуханова, Л. В. Развитие инструментария финансирования малых инновационных предприятий в современных условиях: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук: 08.00.10 / Чебуханова Лали Владиславовна – Москва, 2020 – 244 с.
- 149) Чернавских, Е. Н. Эволюция системы бизнес-акселерации предпринимательских структур в России / Е. Н. Чернавских, А. Н. Головина // Экономическое возрождение России. – 2022. – № 2(72). – С. 101-109.
- 150) Чугаева, Л. С. Первичное размещение акций венчурных компаний в России как способ выхода из венчурного фонда / Л. С. Чугаева // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). – 2012. – № 11. – С. 86-89.
- 151) Чуланова, О. Л. Современные крауд - технологии: краудсорсинг, краудфандинг, краудинвестинг, краудлендинг / О. Л. Чуланова // Материалы Афанасьевских чтений. – 2017. – № 1(18). – С. 64-79.
- 152) Шадаев оценил дефицит разработчиков в России примерно в 500-700 тыс. человек. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://tass.ru/ekonomika/18523757> (дата обращения: 17.08.2023).
- 153) Шальнева, М. С. Преимущества гибридного финансирования высокотехнологичного бизнеса / М. С. Шальнева, Е. А. Степанян // Московский экономический журнал. – 2022. – Т. 7, № 10.
- 154) Щербаков, И. М. Венчурная индустрия РФ: национальный вектор развития / И. М. Щербаков // Инновации и инвестиции. 2019. № 5. С 16 – 19.
- 155) Юдинцева, Л. А. Финансовые источники развития бизнеса / Л. А. Юдинцева // Экономика. Бизнес. Банки. – 2021. – № 2(52). – С. 31-43.
- 156) Яковлев, Е. О. Финансирование инноваций на различных этапах жизненного цикла высокотехнологичных компаний: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук: 08.00.10 / Яковлев Егор Олегович – Москва, 2022. – 155 с.
- 157) Яковлев, Е. О. Характеристики стартапов, сравнительный обзор российских и зарубежных акселераторов и способы финансирования инновационных компаний / Е. О. Яковлев // Инновации и инвестиции. – 2021. – № 2. – С. 230-232.
- 158) Янковский, Р. М. Правовое регулирование венчурного инвестирования: диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук: 12.00.03 / Янковский Роман Михайлович. – Москва, 2018. – 227 с.
- 159) Acquisition vehicle PEHAC to liquidate itself [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.reuters.com/article/idUSLP362315/> (дата обращения: 21.01.2024).

- 160) Akimkina, D. A. High-tech component import substitution as an important factor in national security / D. A. Akimkina, E. Yu. Khrustalev, O. E. Khrustalev // Polythematic Online Scientific Journal of Kuban State Agrarian University. – 2023. – No. 187. – P. 271-288.
- 161) Andres, C. The Interplay of IPO and M&A Markets: The Many Ways One Affects the Other / N. Aktas, C. Andres, A. Ozdakak // Oxford Handbook of IPOs, edited by Douglas Cumming and Sofia Johan. – 2017. – 32 p.
- 162) Ante, S. E. Creative capital: Georges Doriot and the birth of Venture Capital / S. E. Ante // Boston: Harvard Business School Press. – 2008. – 299 p.
- 163) Aquila Acquisition Corporation [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.aquilaacq.com> (дата обращения: 08.09.2022).
- 164) Asset and wealth management revolution 2022. Exponential expectations for ESG. PwC. Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/assets/pdf/pwc-awm-revolution-2022.pdf> (дата обращения: 27.10.2022).
- 165) Baygan, G. Venture capital policy review: Israel // Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). 2003. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://web-archive.oecd.org/2012-06-15/163178-2491258.pdf> (дата обращения: 02.11.2023).
- 166) Beatty, R. P. Impact of the Penny Stock Reform Act of 1990 on the Initial Public Offering Market / R. P. Beatty, P. Kadiyala // Journal of Law and Economics, University of Chicago Press. – 2003. – Vol. 46(2). – P. 517-541.
- 167) Bocken, N.M.P. Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success? / N. M. P. Bocken // Journal of Cleaner Production. – 2015. – Vol. 108. Part A. – P. 647-658.
- 168) Botsari, A., Lang, F. ESG considerations in Venture Capital and Business Angel investment decisions: Evidence from two pan-European surveys // EIF Research & Market analysis. Working Paper 2020/63. – 2020. – 68 p.
- 169) Bradford, C. S., Crowdfunding and the Federal Securities Laws / C. S. Bradford // Columbia Business Law Review. – Vol. 2012, No. 1. – 2012. – 150 p.
- 170) Brau, J. C. The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence / J. C. Brau, B. Francis, N. Kohers // The Journal of Business. – 2003. – Vol. 76, No. 4, – P. 583-612.
- 171) Caselli S. Private equity and venture capital in Europe: Markets, techniques, and deals / S Caselli, G. Negri // Amsterdam: Academic Press, an imprint of Elsevier. – 2021. – 450 p.
- 172) Consultation Conclusion: Special Purpose Acquisition Companies [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-\(Dec-2021\)/cp202109cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-(Dec-2021)/cp202109cc.pdf) (дата обращения: 07.09.2022).
- 173) Consultation Paper on Proposed International Financial Services Centres Authority (Issuance and Listing of Securities) Regulations, 2021 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://ifsc.gov.in/Document/ReportandPublication/consultation-paper-on-ifsc-issuance-and-listing-of-securities-regulations-202110032021035750.pdf> (дата обращения: 08.09.2022).
- 174) Cumming, D. Mapping the venture capital and private equity research: a bibliometric review and future research agenda / S. Kumar, W. M. Lim, N. Pandey // Small Bus Econ. – 2023. – Vol. 61. – P. 173-221.
- 175) Dari, S. Legal introspection towards recognizing the governing SPACS regime in India / S. Dari, P. Chaudhari // Russian Law Journal. – 2022. – Vol. X, №1.
- 176) Döll, L. M. Corporate Venture Capital and Sustainability / L. M. Döll, M. I. C. Ulloa, A. Zammar, G. F. d. Prado, C. M. Piekarski // Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity. – 2022. – Vol. 132, No. 8. – 19 p.
- 177) Emerging Markets Horizon Corp. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.spacresearch.com/symbol/HORI.U> (дата обращения: 14.01.2024).

- 178) Emerging Markets Horizon Corp. Announces Pricing of \$250 million Initial Public Offering [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.prnewswire.com/news-releases/emerging-markets-horizon-corp-announces-pricing-of-250-million-initial-public-offering-301440822.html> (дата обращения: 01.09.2022).
- 179) Erickson, D. Why SPACs Are Booming, and Is there the SPAC Bubble? / I. Drechsler, D. Erickson, J. F. Gomes, N. Roussanov // Review of Business and Economics Studies. – 2021. – Vol. 9, No. 2. – P. 38-45.
- 180) EU sanctions against Russia explained <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/sanctions-against-russia-explained/> [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: (дата обращения: 18.09.2023).
- 181) Europe's biggest Spac to be wound up [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (платный). – URL: <https://www.ft.com/content/4c90c2a1-571b-49bd-a960-1fdc9ac64bb6> (дата обращения: 21.01.2024).
- 182) European SPACs Data Hub [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.whitecase.com/publications/insight/european-spacs-data-hub> (дата обращения: 25.08.2022).
- 183) European Venture Report Q2 2023. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q2_2023_European_Venture_Report.pdf (дата обращения: 03.09.2023).
- 184) Form S-1 Emerging Markets Horizon Corp. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://sec.report/Document/0001140361-21-026486> (дата обращения: 01.09.2022).
- 185) Formelli, E. Special Purpose Acquisition Companies: An Overview / E. Formelli, P. Francesconi // Università degli Studi di Trento Facoltà di Giurisprudenza. – 2021. – 19 p. – URL: https://www.academia.edu/47917795/Special_Purpose_Acquisition_Companies_SPACs_An_Overview (дата обращения: 25.08.2022).
- 186) Frequently asked questions about PIPEs. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.sec.gov/info/smallbus/gbfor25_2006/pinedo_tanenbaum_pipefaq.pdf.
- 187) Gallo S. Private equity and venture capital: Theory, evolution and valuation / S. Gallo, V. Verdoliva // Cham: Springer International Publishing AG. – 2022. – 92 p.
- 188) Game developer Nexters debuts on Nasdaq with help of Kismet [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.reuters.com/article/kismet-nexters-listing-idCNL1N2PY0L4> (дата обращения: 13.08.2022).
- 189) Geopolitics Are Changing. Venture Capital Must, Too. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://hbr.org/2023/02/geopolitics-are-changing-venture-capital-must-too> (дата обращения: 05.03.2023).
- 190) Ghonyan L. Advantages and Disadvantages of Going Public and Becoming a Listed Company / L. Ghonyan // SSRN Electronic Journal. – 2017. – 8 p. – DOI:10.2139/ssrn.2995271.
- 191) Global Venture Capital investment slows, but market remains strong. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://kpmg.com/xx/en/home/media/press-releases/2022/04/global-venture-capital-investment-slows-but-market-remains-strong.html> (дата обращения: 04.09.2023).
- 192) Gofman, M. SPACs' Directors Network: Conflicts of Interest, Compensation and Competition / M. Gofman, Y. Yao // SSRN Electronic Journal. – 2022. – 62 p. – DOI: 10.2139/ssrn.4148668.
- 193) GoGLOBAL FORUM 2023 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://ggforum.ru/videopack> (дата обращения: 10.03.2023).
- 194) Gompers P. A. What Drives Venture Capital Fundraising? / P. A. Gompers, J. Lerner // National Bureau of Economic Research. 1998. – Vol. 1998. – P. 149-204.

- 195) Gouvea R. De-Dollarization: The Harbinger of a New Globalization Architecture / R. Gouvea, M. Gutierrez // Theoretical Economics Letters. – 2023. – Vol. 13, No.4. – P. 791-807.
- 196) Greater China Venture Report H2 2022. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/H2_2022_Greater_China_Venture_Report.pdf (дата обращения: 03.06.2023).
- 197) Greenspan, R. Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC / R. Greenspan // SSRN Electronic Journal. – 2021. – 35 p. – DOI: 10.2139/ssrn.3832710.
- 198) Haniffa, R. The Value of Social Capital for the Success of SPAC IPOs / R. Haniffa, M. Hudaib, T. Nawaz // International Journal of Financial Studies. – 2022. – Vol. 10(2). – 15 p.
- 199) Henley Private Wealth Migration Report 2023. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.henleyglobal.com/publications/henley-private-wealth-migration-report-2023/inflows-outflows> (дата обращения: 15.06.2023).
- 200) Hornuf, L. Market mechanisms and funding dynamics in equity Crowdfunding / L. Hornuf, A. Schwienbacher // Journal of Corporate Finance. – 2018. – Vol 50. – P. 556-574.
- 201) Hunt, S. London ranked second best startup hub in the world for tech [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://finance.yahoo.com/news/london-ranked-second-best-startup-080825222.html> (дата обращения: 28.08.2022).
- 202) Гипер привлек 127 млн рублей от частных инвесторов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/news/2023/08/16/990395-hyper-privlek-127-mln-rublei> (дата обращения: 17.09.2023).
- 203) II Международная научно-практическая конференция «ESG-трансформация систем управления и устойчивое развитие» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://esg-conference.tilda.ws/> (дата обращения: 20.12.2023).
- 204) IIA Survey Points to Continued Strong Growth for ESG Assets, Key Role for ESG Indices. 2021. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://qontigo.com/iaa-survey-points-to-continued-strong-growth-for-esg-assets-key-role-for-esg-indices/> (дата обращения: 15.10.2022).
- 205) IMF Data access to macroeconomic & financial data. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4&sid=1408243036575> (дата обращения: 12.03.2023).
- 206) Kalisvaart, J. S. A brief history of the SPAC and the development of its characteristics / J. S. Kalisvaart, C. F. C. Sutherland // Magazine for Financial Statements Law. – 2022. – No. 3. – P. 70-75.
- 207) Kalkar, P. A Review of Special Purpose Acquisition Company (SPAC) as a Fund-Raising Vehicle and Implementation Issues in India / P. Kalkar, S. Borgave, S. Jain // International Journal of Special Education. – 2022. – Vol. 37, No. 3. – P. 5526-5536.
- 208) Kang, H. C. SPACs and the COVID-19 Pandemic: Evidence from Korea / H. C. Kang, S. Lee // SSRN Electronic Journal. – 2023. – 55 p. – DOI: 10.2139/ssrn.4440263.
- 209) Kiesel, F. SPAC merger announcement returns and subsequent performance / F. Kiesel N. Klingelhöfer, D. Schiereck, S. Vismara // European Financial Management. – 2022. – 22 p.
- 210) Kim, H. Going public through mergers with special purpose acquisition companies / C. Jun, H. Kim, J. Ko, K. Song // International Review of Finance. – 2021. – Vol. 21, No. 3. – P. 742-768.
- 211) Kismet Acquisition One Corp Prospectus [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1814824/000121390020020926/f424b4_kismetacq.htm (дата обращения: 14.01.2024).

- 212) Kismet Acquisition Three Corp. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.spacresearch.com/symbol/KIIIU> (дата обращения: 14.01.2024).
- 213) Klausner, M.D. A Sober Look at SPACs / M.D. Klausner, M. Ohlrogge, E. Ruan // European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 746/2021. – 2022. – 90 p.
- 214) Kutsenko, E. Relocation as a Driver of Innovative Activity: A Global Study of Unicorn Founders' Migration / E. Kutsenko, T. Ostashchenko, K. Tyurchev // Foresight and STI Governance. – 2022. – Vol. 16, No. 4. – P. 6-23.
- 215) Li, P., Chan V. Hong Kong's First SPAC Wins Exchange Approval for IPO, Sources Say [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-25/hong-kong-sfirst-spac-is-said-to-win-exchange-approval-for-ipo> (дата обращения: 08.09.2022).
- 216) Lin, L., Venture Capital in the Rise of Sustainable Investment / L. Lin // European Business Organization Law Review. – 2022. – Vol. 23. – P. 187-216.
- 217) LR 5.6 Reverse takeovers [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (платный). – URL: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html> (дата обращения: 27.08.2022).
- 218) Lusardi, A. Financial literacy and the need for financial education: evidence and implications / A. Lusardi // Swiss Journal of Economics and Statistics. – 2019. – vol. 155(1). – 8 p.
- 219) Marcus, A. Venture capital's role in creating a more sustainable society: The role of exits in clean energy's investment growth / A. Ginsberg, A. Marcus // Advances in Strategic Management. Book: Sustainability, Stakeholder Governance, and Corporate Social Responsibility. – 2018. – P. 145-168.
- 220) Martin, J. D., Liquidation Preference, Participation Rights, and the Cost of Venture Financing / J. D. Martin // Baylor university. – 2011. – 11 p.
- 221) McCahery, J. A. Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences / J. A. McCahery, P. C. Pudschedl, M. Steindl // European Business Organization Law Review. – 2022. – Vol. 23. – P. 821-868.
- 222) McKinsey Global Private Markets Review 2023. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review#/> (дата обращения: 04.09.2023).
- 223) Mehta K., A Study of Determinants of Exit Strategies by Venture Capitalists / J. P. S. Kuckreja, K. Mehta // International Journal of Applied Business and Economic Research. – 2017. – Vol. 15, No. 2. – P. 69-85.
- 224) Metrick A. Venture Capital & the Finance of Innovation / A. Yasuda, A. Metrick // Hoboken, NJ: Wiley. – 2021. – 496 p.
- 225) Moeller, A. Alternative Initial Public Offering Models / A. Moeller // Mohr Siebeck eBooks. – 2017. – 112 p. – DOI: 10.1628/978-3-16-154000-4
- 226) OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: www.oecd.org/financial/education/launchoftheoecdinfeglobalfinancialliteracysurveyreport.htm (дата обращения: 17.11.2023).
- 227) Pegasus Acquisition Company Europe B.V lists on Euronext Amsterdam [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/pegasus-acquisition-company-europe-bv-lists-uronext-amsterdam> (дата обращения: 27.08.2022).
- 228) Philip, D. Financial Literacy and Fraud Detection / C. Engels, K. Kumar, D. Philip // The European Journal of Finance. – 2019. – 23 p.
- 229) PitchBook Sustainable Investment Survey 2022 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL:

- https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2022_Sustainable_Investment_Survey.pdf#page=1 (дата обращения: 23.11.2023).
- 230) PitchBook-NVCA Venture Monitor Q2 2023. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q2_2023_PitchBook-NVCA_Venture_Monitor.pdf (дата обращения: 03.09.2023).
 - 231) Poulsen, A. B. Moving from Private to Public Ownership: Selling out to Public Firms versus Initial Public Offerings / A. B. Poulsen, M. Stegemoller // *Financial Management*. – 2008. – Vol 37, No. 1. – P. 81-101.
 - 232) Principles for Responsible Investment [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). URL: https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/z/s/n/pri_ar2023_smaller_file_8875.pdf (дата обращения: 14.10.2022).
 - 233) Private placements – частные размещения (закрытая подписка) в России. Актуальные вопросы и проблемы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://economics.hse.ru/fmi/announcements/896307362.html> (дата обращения: 28.02.2024).
 - 234) Riemer, D. S. Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux? // *Washington University Law Review*. – 2007. – Vol. 85, No. 4. – P. 931-967.
 - 235) Ritter, J. R. Where Have All the IPOs Gone? / X. Gao, J. R. Ritter, Z. Zhu // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2013. – Vol. 48(6). – P. 1663-1692. – DOI: 10.1017/S0022109014000015.
 - 236) Russian companies prepare for new IPO surge [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.reuters.com/markets/europe/russian-companies-prepare-new-ipo-surge-2021-12-14/> (дата обращения: 09.09.2022).
 - 237) Sanctions List Search [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://sanctionssearch.ofac.treas.gov/Details.aspx?id=45783> (дата обращения: 08.02.2024).
 - 238) Schwienbacher, A., *Venture Capital Exits // Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies*. 2009. 21 p.
 - 239) Shachmurove, Y. SPAC IPOs / Y. Shachmurove, M. Vulcanovic // *ZBW - Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften, Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft, Kiel und Hamburg*. – 2018. – 40 p.
 - 240) Shachmurove, Y. SPACs with focus on China / Y. Shachmurove, M. Vulcanovic // *Munich Personal RePEc Archive*. – 2014. – 33 p. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/53550/1/MPRA_paper_53550.pdf (дата обращения: 13.08.2022).
 - 241) Siegfried, P. Implications of Financial Literacy on Entrepreneurship / T. Hammer, P. Siegfried // *Audit Financiar*. – 2023. – Vol. XXI, No. 1(169). – 2023. – P. 194-208.
 - 242) Smith, D. G., *The Exit Structure of Venture Capital* / D. G. Smith // *UCLA Law Review*. – 2005. Vol. 53. – P. 315-356.
 - 243) SPAC [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.hkex.com.hk/Services/Trading/Securities/Overview/Trading-Mechanism/SPAC?sc_lang=en (дата обращения: 07.09.2022).
 - 244) SPAC Analytics [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://spacanalytics.com/> (дата обращения: 03.02.2024).
 - 245) SPAC Research [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.spacresearch.com/> (дата обращения: 14.01.2024).
 - 246) SPACs, Shell Companies, and Projections: Proposed Rules // SEC. 2022. URL: <https://www.sec.gov/files/33-11048-fact-sheet.pdf> (дата обращения: 31.08.2022).
 - 247) Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies and Projections [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf> (дата обращения: 31.08.2022).

- 248) The 2022 recap: second highest year for VC investment, but winter is here. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.ey.com/en_us/growth/venture-capital/q4-2022-venture-capital-investment-trends (дата обращения: 04.09.2023).
- 249) The State of Global VC. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://dealroom.co/guides/global-venture-capital-monitor> (дата обращения: 20.03.2024).
- 250) US dollar (USD). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html (дата обращения: 03.09.2023).
- 251) Verwaal, E. Successful Management Buyouts: Are They Really More Entrepreneurial? / H. Bruining, E. Verwaal // ERIM Report Series. – 2005. – No. ERS-2005-076-STR. – 32 p.
- 252) Vismara, S. Sustainability in equity crowdfunding / S. Vismara // Technological Forecasting and Social Change. – 2019. – Vol. 141. – P. 98-106.
- 253) Wang, L. Buybacks as an efficient strategy for venture capital in emerging markets / L. Wang, S. Wang // Pacific-Basin Finance Journal. – 2017. – Vol. 43. – P. 107-123.
- 254) War redirects private capital flows in Russia; African investment at 5-year high. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/war-redirects-private-capital-flows-in-russia-african-investment-at-5-year-high-74462114> (дата обращения: 28.02.2023).
- 255) Weber, O. Sustainability in Private Capital Investing: A Systematic Literature Review / P. Alguindigue, T. Dordi, R. Johnson, M. Mirza, O. Weber // Journal of Management and Sustainability. – 2023. – Vol 13, No. 1. – P. 119-138.
- 256) Weinstein, G. SEC Rules Would Make SPAC Process More Burdensome than Traditional IPOs / B. Hecht, P. Richter, G. Weinstein // The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 2022. URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/04/22/sec-rules-would-make-spac-process-more-burdensome-than-traditional-ipos/> (дата обращения: 31.08.2022).
- 257) Wenhong, X. Dedollarization as a Direction of Russia's Financial Policy in Current Conditions / X. Wenhong // Studies on Russian Economic Development. – 2023. – Vol. 34, No. 1. – P. 9-18.
- 258) World Bank data: GDP, PPP (current international \$). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: (свободный). – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD> (дата обращения: 15.07.2024).
- 259) Xiao, J. J. Financial Literacy Overconfidence and Financial Advice Seeking / N. Porto, J. J. Xiao // Journal of financial service professionals. – 2016. – Vol. 70, No. 4. – P. 78-88.
- 260) Yasar, B. The New Investment Landscape: Equity Crowdfunding / B. Yasar // Central Bank Review. – 2021. – Vol. 21(1). – P. 1-16.

Приложение 1. Вопросы экспертам

- 1) Как Вы попали в венчурную сферу, что Вас заинтересовало?
- 2) Какая у Вас зона ответственности и какие обязанности в компании?
- 3) Стратегия: источник финансирования, стадии финансирования, сферы инвестиций и география?
- 4) В России есть несколько поставщиков статистических-аналитических данных по рынку (РАВИ, PREQVECA, DSIGHT, Venture Guide), какими Вы пользуетесь в работе? Если не используете российские, то какие зарубежные аналоги и почему?
- 5) Что Вы думаете о прозрачности российского венчурного рынка, необходимости во введении официальной статистики от Банка России и реестра/портала сделок, где инвесторы взаимодействуют с предпринимателями?
- 6) Важна ли финансовая грамотность населения для стимулирования венчурного финансирования в России?
- 7) Учитываете ли вы ESG-повестку при инвестициях? Насколько она актуальна для отечественного венчурного бизнеса?
- 8) Что Вы думаете об краудинвестинге с точки зрения привлечения венчурного финансирования? Сможет ли этот он стать полноценной альтернативой классическому венчурному инвестированию в России?
- 9) Существует ли в России проблема с выходом из венчурных инвестиций. Есть ли необходимость в создании SPAC в роли нового метода выхода из венчурных сделок на отечественном рынке?
- 10) Можете, пожалуйста, дать свое субъективное определение венчурным инвестициям и прямым инвестициям?

Приложение 2. Ответы эксперта С.П. Иванова

«Меня заинтересовал стык технологий, финансов и предпринимательства. Я попал в фонд RTP Global во время учебы на магистратуре в 2017 году, познакомившись с одним из партнеров фонда. Сначала я был стажером и аналитиком, потом проработал ассоциатом и со временем стал старшим ассоциатом».

«В мои обязанности входит поиск новых стартапов, общение с основателем, финансовый анализ стартапов, подготовка документов и выступление на инвестиционных комитетах перед партнерами. Также, когда я стал ассоциатом, я начал сопровождать наши портфельные компании, участвуя во встречах совета директоров некоторых из них».

«В большей степени мы инвестируем собственные средства, но также иногда привлекаем инвесторов. География финансирования стартапов: Россия, Европа, Америка и Индия. Со временем мы стали также приобретать доли в стартапах стран Юго-Восточной Азии. Мы инвестируем в технологические компании на посевной и начальной стадиях».

«В своей аналитической работе мы ежедневно используем Crunchbase, Pitchbook и Tracxn. Российскими аналогами мы не пользуемся, хотя я слышал про Dsight и РАВИ».

«Я считаю, что для развития венчурного инвестирования в нашей стране в первую очередь необходимо повышать культуру инноваций и технологического предпринимательства населения. Создать уникальный продукт сложнее, чем проинвестировать в него. Россия – страна с отличным человеческим капиталом, что подтверждается большим количеством квалифицированных специалистов с российским корнями в области высоких технологий, которые работают в международных компаниях. Необходимо повышать качество российских стартапов и развивать частный инновационный бизнес в стране, чтобы россияне хотели создавать и продавать товары и услуги в нашей стране, а не за границей».

«Устойчивое финансирование популярно на западе и развитых венчурных рынках. Но в России я не вижу явную заинтересованность наших инвесторов в ESG-повестке. Это достаточно узкий сегмент инвесторов, особенно на небольшом венчурном рынке».

«VC является разновидностью PE. Просто традиционно прямые инвестиции считаются более поздними стадиями инвестирования. В портфеле PE-инвестора могут быть акции нескольких компаний, которые показывают стабильный рост и платят дивиденды. Инвесторы в данном случае более вовлечены в операционное управление компании. А VC – это диверсификация из множества портфельных компаний с повышенным уровнем риска, но при этом инвесторы меньше задействованы в их управлении».

Приложение 3. Ответы эксперта С.П. Новикова

«Мне нравится сфера финансов и инвестиций, а также предпринимательская деятельность. В январе 2019 года мне предложили позицию стажера в новом перспективном венчурном фонде «ТилТех капитал» куда набирали студентов экономических специальностей. Меня заинтересовала профессиональная команда фонда и возможность взаимодействия с инновационными компаниями. В итоге я начал совмещать первый год обучения магистратуры по программе «Финансовый аналитик» в Российском экономическом университете им. Г. В. Плеханова с работой в фонде «ТилТех»».

«Вначале я был стажером, потом поработал аналитиком и ассоциатом, сейчас являюсь инвестиционным директором. На должности аналитика я в основном занимался исследованием рынка, проводил финансовый анализ и строил модели для оценки стоимости стартапов. На позиции ассоциата стал больше общаться с основателями портфельных компаний и разбираться в человеческих факторах. Ритейл был моим основным инвестиционным направлением. Со временем я понял, что мне больше нравится работать с людьми чем с финансовыми моделями. На должности инвестиционного директора я начал проводить сделки (презентовать проекты перед инвестиционным комитетом и закрывать инвестиционные сделки. Также я принимаю участие в совете директоров портфельных компаний, где у нас приобретена доля».

««ТилТех» инвестирует только в российские непубличные компании, помогая развиваться отечественному бизнесу не на словах, а на деле. Мы сотрудничаем и готовы рассматривать проекты разных регионов нашей большой страны: от Калининграда до Владивостока. В нашем портфеле в основном компании, работающие в области RetailTech и MedTech. Это сферы с достаточно широкой экспертизой на российском рынке и, как правило, такие компании обладают большим рабочим капиталом. Мы предпочитаем приобретать крупные миноритарные доли портфельных компаний (10 – 49%). Мы работаем как и с компаниями в форме АО (в основном покупаем обыкновенные акции), так и ООО, приобретая долю в обществе по номинальной стоимости с внесением инвестиций в добавочный капитал ООО либо через продажу доли в обществе.» «ТилТех» использует только средства наших основателей-партнеров без привлечения внешних инвестиций. Иногда знакомые инвесторы предлагают нам взять ликвидность в управление, но пока мы для себя приняли решение не работать с внешними деньгами».

«Статистику от РАВИ я изучал несколько раз и выступал на их мероприятиях. Аналитику от Dsight также читаю. Более того, каждый год Dsight опрашивает нас на предмет изучения состояния рынка венчурных инвестиций в России. Про Venture Guide не слышал. PREQVECA,

как мне кажется, один из наиболее удобных российских сервисов. Наш фонд подписан на их ежемесячные отчеты Monthly Bulletin, где отражены данные по сделкам, а также отражены наиболее актуальные по теме VC & PE события в России и в мире. Раньше мы также пользовались зарубежным сервисом PitchBook, но в 2022 году они в одностороннем порядке заблокировали доступ пользователям из России. Не могу сказать, что мы много потеряли с уходом PitchBook. В своей работе мы также часто пользуемся сервисом СПАРК для проверки интересующих нас бизнесов и контрагентов».

«Введение официальной статистики со стороны государства пошло бы на пользу российскому венчурному рынку. Я бы использовал такие данные для аналитики и других целей. Думаю, что это могло бы увеличить прозрачность индустрии для ее участников. Тем не менее считаю, что для прозрачности рынка необходимо более фундаментальные изменения. Большого результата по развитию венчурного бизнеса и МСП принесло бы изменение в законодательстве. Существуют две основные формы налогообложения юридических лиц: УСН, подходящее в основном для микропредприятий и малого бизнеса, а ОСНО - для более крупных компаний, работающих с НДС. Я считаю, что нужно снять дополнительную налоговую нагрузку с малого и среднего бизнеса. Для этого необходимо ввести альтернативный (третий) вид налогообложения для компаний с годовым доходом от 300 млн до 2 млрд рублей. А предельный доход УСН увеличить до 300 млн рублей. Это позволит российскому среднему бизнесу обелиться и выйти из тени, при этом увеличив свою рентабельность, а государство продолжит получать налоговые отчисления в полном объеме. Данная инициатива также привлечёт дополнительные объемы финансирования со стороны венчурных инвесторов».

«Финансовая грамотность — это основа для развития финансовых рынков в Российской Федерации. Необходимо прививать финансовую культуру нашему населению, что позволит минимизировать количество мошеннических схем и улучшить репутацию российского финансового рынка. В первую очередь нужно ввести занятия по финансовой грамотности в школьную программу средних и старших классов, сделав акцент на менеджмент и финансы. А в ВУЗах на программах бакалавриата, даже гуманитарных направлений предусмотреть курс финансовой грамотности. Если человек не обладает аналитическим складом ума и не хочет работать с цифрами, ему все равно необходимо понимать базовые основы управления капиталом и особенности разных финансовых инструментов. Инициатива увеличивать финансовую грамотность должна исходить именно от государства, должны быть созданы инициативные группы и рабочие комитеты. Для обеспечения независимости, объективности, эффективной работы, а также исключения всякого рода монополизма в состав таких органов должны войти представители заинтересованных структур (министерств, ведомств, научно-исследовательских,

общественных и частных организаций). Тем не менее, хочу отметить, что некоторые инвесторы осознано идут на риск и вкладывают деньги в финансовые пирамиды, понимая, что они могут все потерять. Это для них такая альтернатива казино. Поэтому эта прослойка людей останется в любом случае, и развитие финансовой грамотности на них никак не повлияет».

«Само по себе слово ESG последнее время сильно исковеркано. В своих проектах мы смотрим на то, чтобы проекты соответствовали принципам этики. Да, в нашем фонде мы внимательно следим за тем, чтобы компании следовали данным критериям: не обманывали клиента, не зарабатывали на скрытых комиссиях и не наносили вред окружающей среде. Мы не раз отказывались от инвестиций в прибыльные и растущие бизнесы, которые данным критериям не соответствовали. Я думаю, что у любой российской компании с оборотом в более 1 млрд рублей в год должен быть определённый проект, нацеленный не на зарабатывание денег, а на улучшение жизни общества и местного региона, где компания ведет деятельность. Чтобы росла популярность устойчивых инвестиций, необходимо ввести ESG как обязательное требование для любой средней компании и воспитывать правильную культуру предпринимательства в стране, больше уделять время на федеральном телевидении и СМИ тому, какие интересные некоммерческие проекты делают бизнесы».

«Краудинвестинг достаточно интересная модель инвестирования в МСБ. Плюсы, что различные инвесторы с небольшим чеком могут поучаствовать в инвестиционных раундах. Это добавляет дополнительную ликвидность, позволяя стартапам находить средства на стадиях pre-seed и seed, развивать свой продукт/технологии для достижения в будущем положительного операционного денежного потока, в случае успеха. Напомню, именно в такие бизнесы, которые уже подтвердили гипотезу ценности, мы и инвестируем. А развитый и малый средний бизнес позволяет миноритарным инвесторам получать дивиденды через краудинвестинг платформы. В свою очередь, я не считаю краудинвестинг прямым конкурентом нашей деятельности, а скорее дополнительным механизмом, который положительно повлияет на динамику VC-индустрии в целом. В свою очередь, рано проводить оценку эффективности краудинвестинга именно для инвесторов. Несмотря на то, что на некоторых платформах создается вторичный рынок для торговли акциями между инвесторами, я пока не встречал никакой информации об успешных выходах таких инвесторов из сделок».

«Наша стратегия по выходу из портфельных компаний заключается в создании прибыльных и растущих компаний, априори являющимися ликвидными на рынке капитала. Цель - продать все наши миноритарные доли перед собой мы не ставим. Нас вполне устраивают наши портфельные активы, которые приносят нам стабильные дивиденды. У нас было несколько

выходов из портфельных стартапов на ранних стадиях, но, взвесив все за и против, мы постепенно уходим от финансирования небольших стартапов в пользу перспективных самоокупаемых бизнесов. Что касается SPAC – да, это развитый на западном рынке инструмент. Чтобы разработать российскую концепцию SPAC для листинга частных компаний на бирже, необходимо досконально исследовать зарубежный опыт для разработки наиболее прозрачной и эффективной методологии для российского рынка. В первую очередь SPAC может стать альтернативой IPO среди профессиональных участников рынка ценных бумаг с временным ограничением для розничных инвесторов. Интеграцию SPAC на российском рынке нужно вводить постепенно, чтобы репутация этого механизма была подтверждена практическими результатами. В целом введение SPAC добавило бы гибкости для венчурных инвесторов при выходе из портфельных компаний, позволяя достичь наиболее оптимальной оценки компании. Данная проблема очень актуальна на сегодняшний день, из-за низкой ликвидности оценки при выходе (cash-out) из российских стартапов объективно низкие, при этом на раунде привлечения инвестиций (cash-in) стартапы стараются оценить себя дороже».

«Венчурный капитал – это инвестиции в частные компании, продукт или технология которых еще не подтвердила гипотезу ценности для целевой аудитории. Прямые инвестиции – это инвестиции в развитие текущей бизнес-модели частной компании для охвата большего количества клиентов и тестирование гипотезы роста продукта».

Приложение 4. Ответы эксперта А.В. Алиева

«У меня около 20 лет предпринимательского опыта. За это время я создал нескольких IT-проектов. Раньше я был сооснователем IT-компании FunBox, которая специализируется на разработке программного обеспечения и предоставлении разнообразных услуг российским сотовым операторам. В 2022 году я продал свою долю партнерам и занялся созданием нового проекта. Еще в 2021 году у меня появилась идея сделать специальный портал-акселератор, где основатели стартапов могли бы привлекать будущую команду в виде сотрудников-инвесторов для своего бизнеса по средством распределения акций компании между членами команды. Со временем мы основали краудинвестинговую платформу Brainbox.VC и в 2023 году получили лицензию Банка России на ведение деятельности».

«Я являюсь совладельцем, управляющим партнером и членом совета директоров Brainbox.VC». Принимаю участие как и в организационно-стратегическом развитии компании, так и в ее инвестиционной деятельности. У нас также есть экспертный совет, состоящий из наших акционеров и сотрудников. Функцией экспертного совета является решение по выбору определённых стартапов на нашей платформе».

«У нас на платформе мы размещаем российские IT-компании на посевной стадии развития в форме акционерного общества. Обычно наши требования к компании – это готовый MVP (работающий продукт с retention rate) + traction (в виде выручки, подтверждающей, что часть пользователей остаются и готовы платить деньги за продукты стартапа). Соответственно, инструменты монетизации проектов, размещающихся на нашей платформе, должны демонстрировать свою работоспособность. Должен быть проведен когортный анализ для сегментации целевой аудитории на подгруппы. Что касается инвестиций на нашей платформе, мы даем клиентам возможность покупать акции стартапов на сумму от 5000 рублей».

«Я знаком с материалами РАВИ и Dsight, посещаю некоторые их мероприятия, посвященные венчуре. Скорее всего, систематизация статистических данных со стороны независимого эксперта в лице регулятора пойдет на пользу российскому рынку. Очень непросто собрать, аккумулировать и обработать информацию по венчурным сделкам у участников рынка, которые далеко не всегда готовы ее раскрывать».

«Думаю, что краудинвестинг в текущих реалиях может стать главным инструментом венчурного финансирования в России. За счёт своей инклюзивности он привлекает большое количество инвесторов. Также я вижу перспективу развития новых моделей акционерного краудфандинга: «time-for-equity» (инвесторы не вкладывают денежные средства, а получают акции стартапа за их определённый трудовой вклад в его развитие) и «media-for-equity»

(инвесторы не вкладывают денежные средства, а получают акции стартапа за оказания ему услуги рекламы и продвижения)»).

«Что касается финансовой грамотности, ее основная задача, помимо умения сберегать средства — это понимание того, как обеспечить себя пассивным доходом. Важно, чтобы среднестатистический человек обладал знаниями, что 10% от своих сбережений можно хранить в альтернативных активах. При этом необходимо понимать важность диверсификации инвестиционных рисков, вложениями сразу в несколько частных портфельных компаний. Для этого сейчас есть разные возможности: войти напрямую в акционерный капитал как бизнес-ангел, инвестировать через венчурный фонд или инвестиционную платформу Brainbox».

«Российский аналог SPAC может появиться ближайшие 10 лет, но для этого финансовый рынок должен пройти естественную эволюцию. На сегодняшний день в России не так много спонсоров, которым инвесторы готовы доверить свои средства, нужно время для улучшения инвестиционного климата. Перед интеграцией компаний-оболочек в качестве альтернативы классическому IPO было бы разумно создать вторичный рынок с котируемым списком акций стартапов и непубличных компаний на более позднем PRE-IPO раунде. Данная инициатива упростила бы возможность выхода и увеличила ликвидность на рынке частного капитала, что в будущем благоприятно повлияет, как и на прозрачность так и на эффективность российского венчурного бизнеса. Одна из среднесрочных задач Brainbox — это запуск биржевого венчурного фонда с минимальной капитализацией в 100 миллионов рублей».

«Для меня венчурные инвестиции — это доленое финансирование быстро масштабируемых технологических продуктов, требующих дополнительного маркетинга. Прямые инвестиции — приобретение непубличных активов для получения долгосрочного пассивного дохода».

Приложение 5. Ответы эксперта И.Ю. Мовенко

«В венчур я попала еще в 2021 году. До этого несколько лет я изучала инвестиции в целом, трейдинг и технический анализ. Это больше было как хобби, но в какой-то момент мне захотелось связать с этим карьеру».

«Я работала в Sova VC в качестве операционного директора (COO). В мои обязанности входила вся операционная внутренняя деятельность фонда. Готовила и рассылала отчеты инвестиционного директора и инвесторов нашего фонда. Я проводила все платежи, рассчитывала бюджет, вместе с администраторами и депозитарием готовила финансовые отчеты. Отвечала за внешний аудит, отвечала на все вопросы аудиторов и помогала в сборе документов. Занималась проверкой инвесторов (проверила и подписала около 20 крупных венчурных инвесторов). Отвечала за открытие нового фонда: вместе с юристами готовили документы».

«Мы инвестировали в стартапы (в основном маркетплейсы) как в развитых, так и развивающихся странах на стадиях Seed и Stage A, но также начали изучать поздние стадии Pre-IPO. Мы являлись частным фондом, который привлекал LP (инвесторов) и входил напрямую в акционерный капитал стартапов. Ни конвертируемых займов, ни долговых инструментов в работе мы не использовали».

«Помню, что в фонде мы использовали PitchBook и Crunchbase, как базы данных по стартапам и аналитике зарубежного VC. Из российских источников также активно изучали материалы PREQVECA, Dsight и Cbonds».

«Интересный и хороший вопрос, заставил задуматься. Я думаю, введение официальной статистики от Банка России может быть полезным, так как это должна быть наиболее объективная и надёжная информация о состоянии российского рынка и его тенденциях. Реестр или портал сделок также может быть полезным инструментом для улучшения доступности информации о проектах и возможностях инвестирования. Он может способствовать формированию здоровой конкуренции и повышению эффективности сделок. Отмечу, что, следуя данной прозрачности, не стоит забывать о конфиденциальности, чтобы не нанести ущерб одной или другой стороне венчурной сделки».

«Да, в Sova VC мы внимательно изучали ESG-повестку потенциальных стартапов. Повестка устойчивого развития все больше и больше инкорпорируется в сферу альтернативных инвестиций в России. Многие компании, банки и фонды стараются вводить и следовать ESG-принципам. Думаю, что в среднесрочной перспективе инвесторы будут перекладывать средства из классических активов в пользу ESG-инструментов даже в новых экономических условиях».

«Безусловно многие граждане не знают ничего про финансы даже на поверхности. Что уж говорить про сохранение капитала, инвестирование и диверсификацию портфельных активов. Если сделать опрос, я уверена, что многие будут считать основным надежным способом инвестирования недвижимость или банковский депозит. Мало кто в России вообще знает, что такое венчур. Когда люди понимают основы финансов, они могут осознанно принимать решения об инвестировании в стартапы и инновационные проекты: инвесторы могут более обоснованно оценивать потенциал и риски, связанные с VC-проектами. Как проводить анализ бизнес-плана и оценивать перспективы стартапов? Эти знания помогают принимать более взвешенные решения о вложении средств. Я считаю, что вообще финансовая грамотность способствует повышению общего интереса к венчурному финансированию и инновациям. Когда люди лучше понимают, как работает венчурный рынок и какие возможности он предлагает, они могут стать более склонными к инвестированию и поддержке российских стартапов».

«Мне кажется, что краудинвестинг может быть полезен для российских малых и средних компаний, которым может быть сложно получить доступ к традиционным источникам финансирования. Необходимы правила и механизмы, регулирующие эту сферу и обеспечивающие защиту интересов всех сторон - инвесторов и предпринимателей. С другой стороны, важно развивать доверие на рынке. Инвесторы должны быть уверены в том, что предоставляемая информация о проектах достоверна, а платформы должны давать надежные гарантии и контроль качества проектов. В принципе, это может являться таким же средством инвестиций, как и покупка акций и валюты на бирже. Я думаю, если правильно за этим следить, то данный вариант инвестиций будет доступен для большинства людей, кто не имеет возможности зайти в VC-фонд (так как там большие чеки), но кто хочет поддерживать предпринимателей и помогать им развиваться. Учитывая это, нужно не забывать о финансовой грамотности. Если люди будут понимать, как работают платформы и зачем они вообще им нужны, они будут инвестировать. Поэтому краудинвестинг должен быть понятен и прозрачен. Должна быть информация, курсы, вебинары, доступные для каждого в целях обучения на данных платформах».

«Для нас самые релевантные методы выхода из венчурного капитала были выкуп менеджментом и M&A. Что касается SPAC, знаю, что это очень популярная альтернатива IPO за границей, но я не очень понимаю механизм ее работы».

«Венчур это способ инвестирования в стартапы (молодые растущие компании) на ранней стадии, с высоким потенциалом роста и новыми прорывными идеями. Является high-risk для инвесторов. Прямые инвестиции – это когда инвесторы/фонды покупают долю в уже

существующей компании с целью увеличения ее стоимости через реорганизацию или другие изменения. Отличие РЕ от VC — это фокус на компании со стабильным доходом. Соответственно, риск меньше, но и больших иксов не стоит ожидать».

Приложение 6. Ответы эксперта И.Н. Степанова

«Я сооснователь и партнер компании Daily Challenge. До прихода в сферу венчурного финансирования я работал аналитиком в Ozon, где успешно внедрял инновации в бизнес-процессы компании. Мне захотелось быть еще ближе к инновациям и молодым технологическим предприятиям. Так начался мой путь в венчур».

««Daily Challenge» включает себя разные направления венчурного бизнеса: консалтинговую компанию, платформу для образовательных мероприятий, стартап-студию, акселератор и венчурный фонд. Помимо менеджерских и операционных задач, я отвечаю за отбор стартапов в самые важные наши направления нашей деятельности».

«Мы инвестируем на стадиях первой выручки стартапа и выходим на более поздних стадиях (Series A, Series B). Инвестируем в компании из Африки, Индии, Индонезии, США и России. Мы работаем с основателями с российскими корнями. Преимущественно это ранние стадии (pre-seed и seed с оценкой до 10 миллионов долларов). Мы привлекаем деньги частных инвесторов, а также инвестируем сами. Целевой выход осуществляется через несколько лет по оценке более 50 миллионов долларов. В своей инвестиционной деятельности мы часто используем конвертируемый займ для финансирования стартапов. Отдельно оцениваем компанию и отдельно сделку. Сделку оцениваем по оценке компании и смотрим на мультипликатор к выручке. Компании оцениваем по фаундеру (энергичный, с хорошо развитым визионерством, умением притягивать правильных людей) и идее (решает реальную потребность и отличается от большинства конкурентов)».

«Из российских источников чаще всего читаю Dsight и Venture Guide из-за учета именно венчурной специфики. PitchBook - достаточно удобный зарубежный сервис».

«Прозрачность рынка очень относительна. Такую статистику интересно посмотреть, но сделки непубличные, а значит, нужен будет особый процесс регистрации таких сделок. Думаю, что такая инициатива со стороны Банка России положительно повлияет на прозрачность рынка. Желательно сделать реестр с суммами раундов финансирования венчурных проектов в российской валюте, а не в долларе, курс которого постоянно меняется. Конечно, у некоторых участников рынка остается привычка измерять все в твердой валюте, но именно показатели в рублях будут отражать наиболее объективную картину состояния российского венчура».

«Конечно, финансовая грамотность и базовые знания о венчурном финансировании принципиальны для венчурных инвесторов. Для того, чтобы успешно инвестировать в стартапы необходимо осознавать потенциальный риск и долгосрочность таких капиталовложений. Быстро и без риска – это точно не про венчурный бизнес!».

«Мы не фокусируемся на ESG-повестке. Иногда у ESG-ориентированных стартапов страдают бизнес-модели, поэтому с точки зрения инвестиций нужно их правильно оценивать. Мы не инвестируем в то, что не понимаем (GameDev, MedTech и BioTech) и то, что считаем неэтичным (азартные игры, криптовалюта и подобное). Отмечу, что для ESG-направления активно набирают популярность у инвесторов».

«Да, краудинвестинг показывает внушительную динамику роста. Российский венчур постепенно охватывает розничных инвесторов. Выражу субъективное мнение, что размещение акций на инвестиционных платформах является наименее благоприятным вариантом привлечения финансирования для российских стартапов. Перспективные компании с хорошей командой и качественным продуктом могут закрывать раунды через венчурные фонды и бизнес-ангелов даже в нынешних непростых условиях. Большое количество розничных инвесторов с миноритарной долей в акционерном капитале стартапа не делает его привлекательным. Не думаю, что краудинвестинг глобально сможет заменить классические венчурные сделки с непубличными компаниями из-за несопоставимых возможностей «розницы» с капиталом институциональных инвесторов. Тем не менее вижу перспективы его дальнейшего развития на российском рынке. Возможно, что со временем краудинвестинговые платформы трансформируются из маркетплейсов в механизм для правильного оформления инвестиций».

«Наша стратегия выхода – продажа нашей доли большим фондам через 3-5 лет. Иногда это продажа всей компании. У нас в стране дефицит больших технологических компаний, которые хотят приобретать стартапы на поздних стадиях. Оценки на стадии выхода сейчас невыгодные для первоначальных инвесторов и основателей стартапов, а IPO — это недешевый способ выхода для небольшой компании. В России явно нужно новое поколение инструментов для выхода, одним из таких способов может стать российский аналог SPAC».

«Я из тех людей, кто считает, что VC — это часть private equity (PE). Венчурное инвестирование – это инвестирование в компании, целью которых является быстрый рост капитализации и дальнейшей продажи актива. Прямое инвестирование – вложение в непубличные активы».

Приложение 7. Ответы эксперта М.С. Бобошко

«Около десяти лет назад я был управляющим партнером и CFO VC-фонда с российскими спонсорами. В конечном итоге фонд так и не был запущен из-за организационно-правовых проблем российского бизнеса между управляющими и инвесторами. С тех пор я не был внутри ни одного VC-проекта или фонда. Я занимаюсь тем, что помогаю другим командам правильно структурировать и запускать венчурные и инвестиционные фонды как в России, так и за рубежом. Хорошо разбираюсь в специфике венчурных фондов и хедж-фондов».

«Что касается улучшения прозрачности российского венчурного рынка, в этом есть смысл. Для российских венчурных фондов и бизнес-ангелов это может быть полезно, поскольку официальные данные будут являться своего рода бенчмарком, на который ориентируются все участники рынка. Также в обмен на облегченную форму регулирования со стороны ЦБ венчурные инвесторы и управляющие фондами альтернативных инвестиций могли бы добровольно предоставлять ежегодную отчетность Центральному банку, что сделало бы отрасль более прозрачной. ЦБ, в свою очередь, оказал бы поддержку российскому венчурному бизнесу, придав ему легитимность».

«Не вижу большого смысла в развитии финансовой грамотности в области альтернативных инвестиций. Я всегда считал и продолжаю придерживаться позиции, что только квалифицированные инвесторы должны инвестировать в альтернативные инвестиции, а такие инвесторы по определению уже должны разбираться в таких инвестициях».

«Слишком много внимания в последнее время уделяется повестке ESG. Инвесторы переоценивают важность влияния факторов устойчивого развития, являющихся ненужными и произвольными стандартами, на операционные и финансовые показатели компании. Необходимо понимать, что венчурное финансирование – это капитализм, а не филантропия».

«Опять же повторяю, что участие розничных инвесторов во всех возможных формах альтернативных инвестиций – это не лучшая идея. Венчурный капитал и другие виды альтернативных инвестиций должны быть предназначены для квалифицированных инвесторов с крупными чеками, потому что издержки в виде прямых и косвенных затрат на привлечение множества розничных инвесторов того не стоят. К краудинвестингу как форме финансирования частных компаний отношусь нейтрально. Отмечу, что он набирает популярность в России. Крупные фонды с осторожностью смотрят на перспективы российских компаний, но появляются розничные инвесторы, готовые идти на риск».

«Прямое инвестирование – это любые частные вложения в бизнес на поздней стадии в любом секторе экономики, после того как компания достигла масштабирования, положительного денежного потока и/или прибыли. Это стадия между VC (десятки миллионов долларов требуемых инвестиций) и стадией IPO (когда стоимость компании достигла 1 миллиарда долларов или желательно, даже намного больше). Венчурные инвестиции – это любые частные инвестиции в бизнес на ранней стадии развития, обычно в сфере технологий, до того, как компания достигнет масштаба, положительного денежного потока и/или прибыли. Я бы оценил венчурное инвестирование от 1 миллиона долларов до 50 млн долларов требуемых инвестиций, но это не точная мера, могут быть исключения в обе стороны».