

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

ОТЗЫВ

официального оппонента

кандидата экономических наук, доцента Столярова Андрея Ивановича

по диссертации Синютина Леонида Петровича
«Развитие венчурного финансирования в Российской Федерации в условиях
изменившейся геополитической реальности»
по специальности 5.2.4. Финансы, представленной на соискание учёной
степени кандидата экономических наук, выполненной в
Институте финансов и устойчивого развития
ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной
службы при Президенте Российской Федерации»

Венчурный капитал является одним из ключевых источников финансирования прорывных инноваций в мире. Выход иностранного капитала из российской экономики на фоне геополитической нестабильности последних лет привел к тому, что российские стартапы потеряли доступ к внешнему финансированию своей деятельности. Несмотря на устойчивость российской экономики в целом, объем венчурного рынка существенно сократился из-за низкого предложения в финансировании со стороны локальных как частных инвесторов, так и государственных фондов.

Актуальность темы, объект и предмет диссертационного исследования предопределены национальной целью перехода Российской Федерации на инновационную модель экономики, в которой современные технологии, финансовые рынки, малый и средний бизнес, поддерживаемые венчурным капиталом, имеют существенное влияние в достижении научно-технического прогресса и суверенитета страны.

Разработка научно обоснованных рекомендаций по развитию венчурного бизнеса в Российской Федерации является **целью диссертации**,

которая обладает значимостью и адекватно соотносится с тематикой работы. **Шесть поставленных задач** видятся также актуальными и обоснованными.

Достаточная обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании отражена следующими положениями:

- Наряду с общенаучными методами исследования в работе использованы методы логического анализа, экономического-статистического анализа и метод интервью для сбора, обработки и синтеза информации.
- Работа насыщена разнообразными материалами (использовано 260 источника информации). В первую очередь проработан серьезный объем научной литературы, включающий статьи, диссертации и учебные пособия. Во-вторых, использованы материалы Банка России, РАВИ, частных российских и зарубежных аналитических компаний. Также задействованы распоряжения Правительства РФ, Федеральные Законы РФ и прочие российские нормативно-правовые акты, относящиеся к теме диссертации. Использованы ответы из проведенных с экспертами интервью.
- Результаты исследования апробированы в ходе двух научно-прикладных мероприятий: международной научно-практической конференции и встрече-обсуждении. Выводы и рекомендации исследования внедрены в рабочие процессы консалтинговой компании ООО «ДИСИ».
- Основные положения и выводы работы представлены в пяти научных статьях, опубликованных в аккредитованных ВАК при Минобрнауки РФ рецензируемых журналах.

Структура и содержание диссертации выстроены логично, в соответствии с поставленными целью и задачами исследования. Использован научно-доказательный стиль изложения информации. В диссертации представлены введение, три главы, выводы и предложения, список

использованных источников и литературы, а также семь приложений. В первой главе лаконично раскрыты теоретические основы венчурного финансирования, описана изменившаяся внешнеэкономическая среда, сформулирована проблема прозрачности венчурного бизнеса в России и изучен метод венчурного финансирования через акционерный краудфандинг. Во второй главе исследовано влияние финансовой грамотности и устойчивого развития в контексте стимулирования отечественного венчурного финансирования. В финальной главе работы раскрыта проблема выхода из венчурных сделок и представлено решение в виде нового для российского рынка механизма. Соответствующие выводы и предложения представлены в одноименном разделе диссертации. В приложениях представлены материалы, относящиеся к интервью с экспертами.

В диссертационном исследовании изложены следующие пункты новизны, выводы и рекомендации:

- Обосновано, что введенные в последние годы санкции недружественных стран по отношению к России негативно отразились на динамике отечественного венчурного рынка. Однако в текущих условиях ухода от доллара и увеличения инвестиционных рисков от вложений в иностранные активы особенно актуальным становится улучшение внутренних механизмов для преобразования сбережений российских экономических агентов в венчурные капиталовложения. Кроме того, оценен спрос предпринимателей на венчурное финансирование на фоне появления новых импортозамещаемых рыночных ниш в Российской экономике.
- Обосновано влияние раскрытия Банком России официальных данных по динамике венчурного финансирования в стране для повышения прозрачности венчурного бизнеса. Представлена авторская методика по формированию информационной базы в российской валюте. Выявлена необходимость дополнительных мер внутреннего стимулирования

венчурных капиталовложений для достижения устойчивого роста ежегодных объемов инвестиций в текущих геополитических условиях.

- Выявлена важность развития деятельности инвестиционных платформ в области краудинвестинга, позволяющих приобретать акции венчурных компаний через Интернет физическим и юридическим лицам. Для масштабирования использования этого инвестиционного механизма представлены рекомендации по повышению финансовой грамотности инвесторов и увеличению годового лимита для неквалифицированных инвесторов.
- Обосновано увеличение объемов венчурного финансирования со стороны группы инвесторов, вкладывающих средства в финансовые пирамиды, с помощью повышения финансовой грамотности населения и формирования культуры технологического предпринимательства и венчурного финансирования. Предложены рекомендации в виде включения раздела венчурного финансирования в Стратегию повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года, разработки учебных программ, научно-практических конференций и других мероприятий в области венчурного бизнеса.
- Обоснованы создание новых программ грантового и субсидированного финансирования венчурного бизнеса, создание рейтинговыми агентствами ESG-рейтингов для венчурных компаний, раскрытие непубличными эмитентами отчетности по устойчивому развитию, привлечение институциональных субъектов в роли венчурных инвесторов и другие инициативы, направленные на стимулирование венчурного ESG-инвестирования в России.
- С учетом лучшего международного опыта использования SPAC и исследований российских и зарубежных ученых разработана российская концепция компании-оболочки (КПАЧ) для использования в качестве альтернативы традиционному IPO и слияниям с поглощениями при

выходе венчурной компании на публичный рынок акций. Представлена инструкция, состоящая из необходимых шагов для создания и легализации КПАЧН, а также разработана схема жизненного цикла компании-оболочки. Рекомендована СПб Биржа в качестве организатора торгов КПАЧН.

Теоретическая и практическая значимость исследования.

В диссертации предложены новые научно обоснованные экономические решения, имеющие значительный теоретический и практический вклад.

Во-первых, включение анализа краудинвестинга в контексте венчурного финансирования позволит улучшить понимание новых моделей привлечения капитала и их адаптации к текущим условиям. Во-вторых, результаты исследования могут усилить существующие теории венчурного финансирования, включая аспекты, связанные с геополитическими рисками и их влиянием на инвестиционные решения, и позволит создать новые подходы для оценки рисков на российском рынке венчурного финансирования. Во-вторых, изменения в геополитической среде влияют на внедрение ESG-принципов в венчурное финансирование, что позволит глубже понять аспект устойчивого венчурного инвестирования.

Результаты исследования могут стать основой для разработки программ по повышению финансовой грамотности, направленных на улучшение навыков населения в предпринимательстве и инвестировании в частный капитал.

С практической точки зрения на основе положений диссертации можно разработать стратегии привлечения венчурного капитала для венчурных фондов и бизнес-ангелов, адаптированные к новым геополитическим условиям. Также результаты исследования могут послужить основой для создания новых программ поддержки стартапов и венчурных инвесторов, включая гранты, субсидии и льготное налогообложение. Кроме того, предложения по внедрению ESG-рейтингов могут помочь в привлечении

более консервативных инвесторов, что особенно актуально в условиях неопределенности.

Рекомендации для использования КПАСН в роли инструмента выхода на рынок поможет основателям и акционерам венчурных компаний эффективнее продавать свои акции и адаптироваться к изменившейся геополитической реальностью.

Несмотря на подтвержденную научную и практическую ценность диссертационного исследования, по результатам рецензирования обнаружено, что **работа диссертанта не лишена дискуссионных аспектов:**

- Методологический подход автора по оцениванию объемов венчурного финансирования в России учитывает частично скорректированное усреднение показателей трех поставщиков информации, суммированные с объемами акционерного краудфандинга (параграф 1.2., стр. 54). Однако для того, чтобы повысить степень прозрачности венчурного бизнеса, необходимо в формуле учитывать целевое назначение средств инвесторов, использующих инвестиционные платформы. Диссертант справедливо отмечает, что 70% компаний, привлекающих финансирование через краудфандинг, являются субъектами малого и среднего бизнеса, которые можно отнести к венчурным компаниям (параграф 1.3., стр. 60). Чтобы стартапам привлечь средства через платформы, им необходимо провести маркетинговую кампанию⁶¹. Однако остальные 30% — это крупные непубличные эмитенты, реализующие через закрытую подписку высокообъемные сделки по докапитализации за несколько дней через аффилированные регистраторами платформы без проведения какого-либо маркетинга. Такие компании не имеют отношения к венчурному бизнесу.
- Целесообразно, помимо создания компании по приобретению активов специально назначения (КПАСН) как альтернативного метода выхода

на публичный рынок акций, предусмотреть должное регулирование сделок на стадии Pre-IPO. На сегодняшний день сделки прямого инвестирования на поздних стадиях продолжают набирать популярность. Поэтому необходимо должным образом регулировать этот сегмент венчурного бизнеса. Например, как и в случае с представленной диссертантом концепции КПАСН, можно предусмотреть полный возврат средств за вычетом комиссии за управление в случае, если целевая компания не смогла провести IPO в установленный период. Или в рамках компенсации предусмотреть передачу инвесторам дополнительных акций инвесторам, если компания не осуществила выход на биржу. Данная инициатива благоприятно повлияет на прозрачность венчурного рынка и выход из сделок.

Указанные дискуссионные аспекты не меняют итоговую положительную оценку диссертации. При этом диссертанту стоит учесть вышеописанные замечания и рекомендации для дальнейшей научной деятельности в области финансов.

Заключение: Диссертация Синютина Леонида Петровича «Развитие венчурного финансирования в Российской Федерации в условиях изменившейся геополитической реальности» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи, имеющей важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 и Порядка присуждения ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утвержденного приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская академия

народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (в редакции приказа от 28 февраля 2024 года № 02-0355), а Синютин Леонид Петрович заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Официальный оппонент,

Кандидат экономических наук, доцент,
заместитель заведующего Базовой кафедрой
инфраструктуры финансовых рынков
факультета экономических наук
ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики»

А.И. Столяров

«31» октября 2024 г.

101000, город Москва, Мясницкая ул., д.20

Сайт организации: www.hse.ru/

Тел: +7 (495) 771-32-32

Электронная почта: Astolyarov@hse.ru



Подпись заверяю

СПЕЦИАЛИСТ ПО ПЕРСОНАЛУ
УПРАВЛЕНИЯ ПЕРСОНАЛА
АЗОВЦЕВ Т.Д.