



DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2021.4.13>

UDC 657.01  
LBC 65.05

Submitted: 08.09.2021  
Accepted: 04.10.2021

## IDENTIFICATION OF DEPENDENCE BETWEEN FINANCIAL INSTRUMENTS FOR STRUCTURING A VENTURE ROUND OF FINANCING AND THE PORTFOLIO COMPANY'S INVESTMENT STAGE OF DEVELOPMENT

Elena Yu. Makushina

National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russian Federation

**Abstract.** The purpose of this article is to identify the financial instruments that a venture capital fund uses when structuring a round of financing and the investment stages of development of a portfolio company. Based on a systematic literature review we investigated the portfolio companies' investment stages, at which venture capital investments are made: seed stage, start-up stage, early stage, expansion stage. As a result of this study the definition of "venture investments" has been clarified. This article examines the financial instruments that venture capital funds use to structure a deal with portfolio companies' founders on the venture stages of development. It has been established that the choice of financial instruments is the result of the negotiation process between the venture capital fund and new venture founders and depends on the risk of failure, which is determined by the investment stage of the portfolio company. Moreover, shortcomings of the national legislative regulation system were highlighted, and positive trends were noted in the national rule-making process – the adoption of a federal law that establishes the procedure for using a convertible loan. The possible ways of structuring the transaction between the founders and domestic venture capital funds formed under investment partnership agreements were identified. The results obtained can be used to build a venture infrastructure with operating mechanisms that are understandable for foreign investors.

**Key words:** venture capital investments, investment stages of development, rounds of financing, venture capital funds, financial instruments.

**Citation.** Makushina E. Yu. Identification of Dependence Between Financial Instruments for Structuring a Venture Round of Financing and the Portfolio Company's Investment Stage of Development. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika* [Journal of Volgograd State University. Economics], 2021, vol. 23, no. 4, pp. 163-179. (in Russian). DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2021.4.13>

УДК 657.01  
ББК 65.05

Дата поступления статьи: 08.09.2021  
Дата принятия статьи: 04.10.2021

## ВЫЯВЛЕНИЕ ЗАВИСИМОСТИ МЕЖДУ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ ДЛЯ СТРУКТУРИРОВАНИЯ ВЕНЧУРНОГО РАУНДА И ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТАДИЕЙ РАЗВИТИЯ ПОРТФЕЛЬНОЙ КОМПАНИИ

Елена Юрьевна Макушина

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,  
г. Москва, Российская Федерация

**Аннотация.** Цель данной статьи заключается в определении финансовых инструментов, которые использует венчурный фонд при структурировании раунда финансирования, и инвестиционных стадий развития портфельной компании. В результате проведенного исследования были определены инвестиционные стадии развития компании-реципиента, на которых осуществляются венчурные инвестиции: посевная (seed), стартовая (start-up), ранняя (early), расширения (expansion). Обоснована взаимосвязь между инвестиционными стадиями развития компании-реципиента венчурных инвестиций и раундами финансирования. Уточнена дефи-

ниция «венчурные инвестиции». Выявлены финансовые инструменты, которые используются на развитых рынках капитала венчурными фондами при осуществлении раундов финансирования. Установлено, что выбор финансовых инструментов является результатом переговорного процесса и зависит от риска невозврата инвестиций, который определяется инвестиционной стадией развития портфельной компании. Определены возможные способы структурирования сделки между венчурным фондом, созданным по договору инвестиционного товарищества, и основателями портфельной компании. Выявлены недостатки действующей законодательной системы и отмечены позитивные тенденции в национальном нормотворческом процессе – принятие федерального закона, который устанавливает процедуру использования конвертируемого займа. Полученные результаты могут использоваться для выстраивания венчурной инфраструктуры с понятными для зарубежных инвесторов механизмами функционирования.

**Ключевые слова:** венчурные инвестиции, инвестиционные стадии развития, раунды финансирования, венчурные фонды, финансовые инструменты.

**Цитирование.** Макушина Е. Ю. Выявление зависимости между финансовыми инструментами для структурирования венчурного раунда и инвестиционной стадией развития портфельной компании // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2021. – Т. 23, № 4. – С. 163–179. – DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2021.4.13>

### Введение

На сегодняшний день в экономической литературе не сложилось единого определения венчурных инвестиций. Подробно подходы к определению венчурных инвестиций представлены в статье Е.Ю. Макушиной, где в рамках одного из них постулируется следующее: венчурные инвестиции – это инвестирование в долевые ценные бумаги (equity position), которые осуществляются на ранних стадиях финансирования компании-реципиента [Макушина, 2016, с. 85]. Следует отметить, что в научных исследованиях, а также статистических и методических материалах, обзорах, которые готовят профессиональные отраслевые организации и национальные ассоциации, отсутствует единый подход в отношении того, «когда» осуществляются венчурные инвестиции.

Существует несколько точек зрения на обозначенную проблематику: во-первых, венчурные инвестиции рассматриваются в связке с этапами жизненного цикла компании [Доклад ... , 2007, с. 19; Divakaran et al., 2014, p. 3]; во-вторых, определяются инвестиционные стадии развития компании-реципиента, среди которых выявляются те, на которых осуществляются венчурные инвестиции; [Isaksson, 2006, p. 15; Методология ... , 2017, с. 20–21]; в-третьих, венчурные инвестиции позиционируются в разрезе раундов финансирования [Каширин и др., 2014, с. 22].

Подчеркнем, что на определение и фиксацию момента осуществления венчурных ин-

вестиций оказывают существенное влияние: во-первых, выбор финансовых инструментов, которыми структурируется сделка между основателями компании-реципиента и венчурным фондом; во-вторых, определение величины финансирования, которую может получить портфельная компания; в-третьих, определение стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности, которая напрямую связана с оценкой стоимости портфельной компании, что обуславливает актуальность данной работы.

Цель данной работы заключается в выявлении взаимосвязи между инвестиционными стадиями развития компании-реципиента венчурных инвестиций и раундами финансирования с целью определения финансовых инструментов, которыми структурируется сделка между основателями и венчурными фондами.

### Результаты

#### *Жизненный цикл компании в фокусе венчурных инвестиций*

Существенный вклад в изучение данного вопроса привнес И. Адизес [Adizes, 1979, p. 5–10], полученные выводы остаются востребованными не только теоретиками, но и практиками. Исследователь предложил следующие стадии жизненного цикла компании: «выхаживание», «младенчество», «давай-давай», «юность», «расцвет», «стабильность», «аристократизм», «ранняя бюрократизация», «бюрократизация»,

«смерть». Не менее значимыми работами, где были систематизированы и описаны стадии жизненного цикла компании, являются исследования, которые провели Д. Миллер и П. Фризен [Miller et al., 1984], Л. Грейнер [Greiner, 1972], В. Торберт [Torbert, 1974].

Проблематика использования результатов, полученных поименованными выше исследователями, заключается в том, что стадии жизненного цикла были определены с позиции стратегического менеджмента и административного управления. Так, например, Адизес утверждал, что ни финансовые показатели (величина выручки, наличие положительного или отрицательного денежного потока), ни возраст компании не влияют на определение стадии [Adizes, 2004].

М. Скотт, Р. Брюс [Scott et al., 1987, p. 48] предложили не только отличную категоризацию этапов жизненного цикла от уже ставшей классической теории И. Адизес [Adizes, 2004], но и выявили способность компании генерировать положительный или отрицательный денежный поток на соответствующих стадиях. Несмотря на то что выводы не были получены и доказаны эмпирическим путем, они были положены в основу последующих исследований. В. Диксон [Dickinson, 2011, p. 1978] в своем исследовании обобщила выводы предшественников, систематизировав их результаты о наличии положительного или отрицательного денежного потока в разрезе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании в зависимости от стадии жизненного цикла, ко-

торые идентифицировались через призму финансовых показателей. Ценность двух названных выше работ (табл. 1) заключается в их практической значимости для выбора приемлемого метода оценки стоимости компании. Однако, как и предыдущая классификация, они описывают укрупненно стадии жизни компании, не сосредоточивая внимание на важных факторах для тех проектов, которые разрабатывают инновационные продукты, отличающиеся повышенным риском.

На наш взгляд, понятия «жизненный цикл компании», «стадии / этапы развития» компании-реципиента венчурных инвестиций взаимосвязаны, но не являются взаимозаменяемыми, так как в случае успеха экономическая деятельность компании-реципиента не заканчивается выходом фонда из инвестиции. Рассмотренный выше подход по систематизации этапов жизненного цикла компании не отражает специфики развития инновационной компании, что обуславливает целесообразность исследования сложившейся практики в венчурной отрасли.

**Взаимосвязь стадий развития  
компании-реципиента  
венчурных инвестиций  
и раундов финансирования**

Представляется целесообразным обратиться к накопленному практическому опыту. Для этого проанализируем методические материалы и статистические данные, которые

Таблица 1. Зависимость денежного потока от стадии жизненного цикла

Table 1. The impact of life cycle stage on companies' cash flows

Денежный поток	Стадии жизненного цикла компании				
	Начало	Выживание	Рост	Расширение	Зрелость
М. Скотт, Р. Брюс	Отрицательный	Отрицательный	Положительный	Положительный	Положительный
Денежный поток	Отрицательный	Отрицательный	Положительный	Положительный	Положительный
В. Диксон	Зарождение	Рост	Зрелость	Турбулентность	Спад
Денежный поток от операционной деятельности	Отрицательный	Положительный	Положительный	Положительный / отрицательный	Отрицательный
Денежный поток от инвестиционной деятельности	Отрицательный	Отрицательный	Отрицательный	Положительный / отрицательный	Положительный / отрицательный
Денежный поток от финансовой деятельности	Положительный	Положительный	Отрицательный	Положительный / отрицательный	Положительный / отрицательный

Примечание. Разработано автором.

разрабатывают и публикуют профессиональные независимые организации в области прямых и венчурных инвестиций для содействия в становлении и развитии индустрии. Во многих странах были организованы отраслевые ассоциации: в США в 1973 г. была основана Национальная ассоциация венчурного инвестирования (National Venture Capital Association); в Европейском союзе в 1983 г. – Европейская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (European Private Equity & Venture Capital Association), которая с октября 2015 г. носит название Invest Europe [Annual Report 2020]; в РФ в 1997 г. – Российская ассоциация венчурного инвестирования (Russian Venture Capital Association).

Анализируя годовые отчеты по Европейскому союзу, нельзя прийти к однозначному выводу в отношении того, на каком принципе формируется статистика по венчурному рынку: по стадиям развития компании реципиента или по раундам финансирования. В годовых отчетах [Central and ... , 2018, p. 40] классифицируют инвестиции «по типу» (type of investments), где к венчурным относят: посевные (seed), стартовые (start-up), инвестиции поздних стадий (later stage venture); а также категоризируют венчурные фонды в разрезе инвестиционного фокуса: венчурные фонды ранних стадий (Early-stage funds), венчурные фонды поздних стадий (Later-stage funds), венчурные фонды всех стадий (all stage) [Central and ... , 2018, p. 41]. Подчеркнем, что статистику по венчурному рынку Европейского союза не формируют данные, которые осуществляют фонды прямых инвестиций.

Проанализировав годовые отчеты по венчурному рынку США, подготовленные NVCA, представляется возможным отметить, что данные систематизируются по раундам финансирования. К венчурным раундам финансирования относят ангельское и посевное финансирование (angel & seed rounds), финансирование ранней стадии (early stage) [PitchBook-NVCA ... 2018, p. 7–8], на которой осуществляются раунды А, В; финансирование поздней стадии (late stage), где реализуются раунды С, D [PitchBook Analyst Note ... , 2019, p. 51].

Национальная специфика систематизации информации о рынке прямых и венчурных ин-

вестиций представлена в «Методологии сбора и анализа основных параметров деятельности российских фондов прямых и венчурных инвестиций» [Методология ... , 2017], классификация венчурных и прямых инвестиций определяется **стадией развития** компании, в отличие от американской практики, где информация аккумулируется в разрезе раундов финансирования. Венчурные инвестиции осуществляются венчурными фондами на венчурных стадиях развития компании-реципиента, к которым относят посевную (seed), начальную (с нашей точки зрения, корректный и устоявшийся перевод – «стартовая» стадия) (start-up), раннюю (early), расширения (expansion), которая сопровождается появлением в составе инвесторов новых институциональных игроков. Прямые инвестиции реализуют фонды прямых инвестиций, и осуществляются они на стадии расширения, которая является пограничной, или поздней.

Прослеживается сходство между американской и российской системами раскрытия данных, однако следует принять во внимание следующие особенности: во-первых, в статистику по венчурному рынку США включают сделки, которые были реализованы фондами прямых инвестиций, что противоречит российской практике; во-вторых, статистику по посевному раунду формируют только те сделки, в которых не принимали участие институциональные инвесторы (венчурные фонды), в отличие от российской практики [PitchBook-NVCA ... , 2019].

Исследование опыта США, Европейского союза, РФ позволило сделать вывод о том, что формирование статистических данных об индустрии носит страновой или региональный характер. В ходе анализа были получены следующие результаты: американская система сбора статистической информации о рынке венчурных инвестиций зависит не от фонда, принимавшего участие, а от раунда финансирования (величина финансирования, которую получила портфельная компания), в отличие от национальной практики, где информация формируется на основании того, какой фонд принимал участие в инвестициях – фонд прямых или венчурных инвестиций.

Для унификации правил систематизации информации и разработки единообразного под-

хода к классификации стадий развития компании-реципиента следует придерживаться подхода, предложенного RAVI. Таким образом, к венчурным стадиям развития компании-реципиента инвестиций в рамках настоящего исследования относятся: посевная, начальная, ранняя, расширения.

В рамках одной инвестиционной стадии могут быть осуществлены несколько раундов. Анализ зарубежных исследований позволил сделать вывод, что раунды финансирования следует рассматривать в связке с этапами развития компании-реципиента венчурных инвестиций, так как получение каждого раунда финансирования является основополагающим критерием оценки реальной жизни инновационной компании, а также маркером достижения определенных реперных точек развития компании. В свою очередь, этапы развития компании-реципиента позволяют обобщить информацию о готовности продукта и финансовых показателях (выручка, денежный поток), которая необходима для оценки стоимости портфельной компании, а следовательно, для расчета стоимости венчурных инвестиций.

На самых ранних инвестиционных стадиях развития источниками капитала являются личные сбережения основателей, а также средства, полученные от бизнес-ангелов, которые инвестируют относительно небольшие суммы, в отличие от венчурных фондов, которые предоставляют уже значительные средства тем же компаниям, но на следующих этапах развития, что обуславливает непрерывное финансирование инновационных проектов [Mason et al., 2000].

На формальном рынке венчурных инвестиций, где действуют венчурные фонды, исторически сложившаяся традиционная классификация раундов финансирования в течение долгого времени была обусловлена тем, что венчурные фонды сосредоточивали инвестиционный фокус на средней части классической S-образной кривой «жизни», избегая как начала жизненного цикла компании, когда потребности рынка в новой технологии сомнительны, так и более поздних этапов, когда конкуренция высока, консолидация отрасли неизбежна, а темпы ее роста замедляются. Зидер приводит в своей работе диаграмму «Время – это все», на которой показывает, что

на средней части S-образной кривой отрасли в период быстрого и ускоряющегося роста сложно отличить возможных «победителей» от «проигравших», поскольку их финансовые показатели и темпы роста выглядят «поразительно похожими» [Zider, 1998, p. 132].

В США посевные раунды, по сравнению с другими, определялись относительно небольшой величиной сделок и минимальным размером инвестиций. Однако отчет за второй квартал 2020 г. [PitchBook-NVCA ... , 2020] по американскому венчурному рынку свидетельствуют о том, что последнее десятилетие отмечено повышенным интересом со стороны институциональных инвесторов с крупными пулами капитала к посевным раундам, что способствовало росту инвестиций до 5,5 млрд долл. США в 2018 г., а это на 36 % выше по сравнению с 2010 годом. При этом средний размер посевных инвестиций по состоянию на 2019 г. насчитывал 2,1 млн долл. США, что в четыре раза превышает значение 2010 г. [PitchBook Analyst Note ... , 2019].

Описанная выше тенденция, существующая последнее десятилетие на американском венчурном рынке, обусловлена появлением облачных серверов, снижением издержек на создание и развитие технологичных проектов, что способствовало росту числа компаний, готовых продемонстрировать прототипы продукта уже на самых ранних стадиях развития, что обусловило их потребность в привлечении финансирования, а следовательно, вызвало интерес со стороны инвесторов к посевным и предпосевным раундам [PitchBook Analyst Note ... , 2019].

Ввиду того что национальный венчурный рынок США является самым крупным и наиболее развитым, происходящие изменения задают мировой тренд. С точки зрения автора, нельзя оставить без внимания тот факт, что быстрое развитие цифровых технологий привело к существенному изменению инвестиционного фокуса венчурных фондов, его смещению в сторону не только посевных, но и предпосевных раундов. Изложенное выше обуславливает целесообразность исследования самых ранних раундов финансирования, на которых традиционно осуществляли инвестиции бизнес-ангелы.

Для того чтобы определить детализацию раундов финансирования, обратимся к профессиональной базе данных «Crunchbase.com», миссией которой является соединение участников венчурной экосистемы по всему миру, предоставляя возможность инвесторам найти инвестиционно-привлекательную компанию, а основателям получить финансирование, аналитикам и оценщикам – доступ к базам данных по сделкам. На данной платформе систематизируют информацию по раундам финансирования, основываясь не только на средней величине сделки, но и в зависимости от инвестора, принимавшего участие в конкретном раунде. Как видно из представленной ниже таблицы 2, профессиональные участники рынка различают три раунда финансирования, где традиционно не принимают участие венчурные фонды. Это

ангельский, предпосевной, посевной раунды; на раундах А, В, С и более поздних действуют преимущественно институциональные инвесторы.

Однако систематизированная и изложенная выше статистика о раундах финансирования и инвесторах в большей степени характерна для развитых рынков капитала. Интересным источником информации для выявления взаимосвязи между раундами финансирования и инвестиционными стадиями развития по национальному венчурному рынку является материал, опубликованный в 2015 г.: [Путь стартапа, с. 12]. В методике были выделены 7 раундов финансирования на венчурных стадиях развития (табл. 3), которые может получить компания-реципиент от момента зарождения идеи до выхода компании на IPO.

Таблица 2. Классификация раундов финансирования по данным платформы «Crunchbase.com»

Table 2. Rounds of financing classification according to the “Crunchbase.com”

Название раунда	Инвесторы	Средняя величина раунда
Ангельский (an Angel round)	Основатели, друзья, семья	Небольшие суммы
Предпосевной (a Pre-Seed round)	Основатели, друзья, семья, индивидуальные инвесторы-ангелы; группы ангелов, не имеет институциональных инвесторов	Менее 150 тыс. долл. США
Посевной (a Seed round)	Друзья, семья, индивидуальные инвесторы-ангелы; группы ангелов, не имеет институциональных инвесторов	От 10 тыс. до 2 млн долл. США
<b>Венчурные раунды:</b>		
Раунды серии А, В (Series A, Series B rounds)	Венчурные фонды	От 1 млн до 30 млн долл. США
Раунды серии С и более поздние (Series C rounds & later stage)	Венчурные фонды	Более 10 млн долл. США
Раунд прямых инвестиций (Private equity round)	Фонды прямых инвестиций	Более 50 млн долл. США

Примечание. Разработано автором по: [Crunchbase.com].

Таблица 3. Этапы развития стартапа

Table 3. Startup development stages

Раунд финансирования	Сумма инвестиций, в долл. США на рынке РФ	Инвестиционные стадии
Идея	N/A	Посев
Pre-seed	До 100 тыс.	Стартап (начальная) *
Seed	100 тыс. – 1 млн	Ранняя стадия
Раунд А	1–3 млн	Ранняя стадия
Раунд В	3–7 млн	Стадия расширения
Раунд С	Свыше 7 млн	Стадия расширения
IPO	Оценка рынка	Стадия расширения

Примечание. Источник: [Путь стартапа, с. 19]. \* – стадия «стартап» также называется «начальная».

Система взаимосвязи раундов и инвестиционных стадий, описанная выше, согласуется с общей концепцией и выводами, полученными в работе. Однако, на наш взгляд, раунд В следует отнести к стадии развития «раннего роста», во-первых, принимая во внимание описанные выше тенденции, происходящие в индустрии; во-вторых, стадия «расширения» является пограничной, где зачастую входят фонды прямых инвестиций, которые располагают значительно большими средствами для фондирования.

Следует подчеркнуть, что иллюстрацией проблематики интегрирования раундов финансирования в инвестиционные стадии развития компании-реципиента могут служить дискуссии, которые изложены в зарубежных исследованиях, методиках и рекомендациях, публикуемых профессиональными ассоциациями [Методика ... , 2019, с. 12–21; Методология ... , 2017; Финансирование ... , 2007; Augusiak-Boro et. al., 2018; Valuation of Portfolio Company ... , 2018, p. 20–21].

Исследование информационных источников, указанных выше, а также понимание тенденций, которые на сегодняшний день происходят на международных рынках, – все это позволило автору разработать и предложить следующую систему классификации стадий развития компании-реципиента и интегрировать в них раунды финансирования, принимая во внимание происхождение капитала, которым финансируется раунд, что наглядно можно продемонстрировать в разработанной и предложенной автором таблице 4.

Не менее важным выводом является подтверждение того факта, что границы между раундами и инвестиционными стадиями развития условны, так как, во-первых, раунды финансирования определяются величиной полученного финансирования, которое зависит от устоявшейся практики в отдельно взятом регионе; во-вторых, инвестор (бизнес-ангел, венчурный фонд или фонд прямых инвестиций) может проявить заинтересованность в конкретном проекте раньше или позже наступления соответствующей стадии развития компании-реципиента, а это еще раз подчеркивает, что венчурные инвестиции являются частью всего цикла прямого инвестирования.

Анализ зарубежных исследований позволил автору сделать вывод о том, что выбор финансовых инструментов, которыми структурируется сделка, зачастую определяется раундом и зависит от инвестора, который предоставляет финансирование. Считаю важным исследовать сложившуюся на развитых рынках капитала практику, проанализировать существующие юридические аспекты структурирования сделки в рамках национального правового поля, что определяет логику дальнейшего исследования.

**Финансовые инструменты,  
используемые венчурными фондами  
для структурирования сделки  
на развитых рынках капитала**

В зарубежной практике компании-реципиенты венчурных инвестиций создаются в форме корпораций (например, в США –

**Таблица 4. Взаимосвязь инвестиционных стадий развития компании-реципиента и раундов финансирования**

**Table 4. The relationship between investment stages of development and rounds of financing**

Категоризация прямых инвестиций	Инвестиционные стадии развития компании-реципиента				
	Посевная	Начальная / стартовая	Ранняя	Расширения	Поздняя
Раунды	Angel // Pre-Seed	Seed // A	В	С // IPO	Раунды прямых инвестиций
Инвесторы	Основатели, бизнес-ангелы, акселераторы, краудфандинг	Бизнес-ангелы, венчурные фонды	Венчурные фонды	Венчурные фонды	Фонды прямых инвестиций

*Примечание.* Разработано автором по: [Методика ... , 2019].

«С-corporation», в Великобритании «Private company limited by shares» [Camp, 2002, p. 101–103]), что позволяет выпускать ценные бумаги различных классов, конвертируемые долговые инструменты, варранты, создавать стимулирующие опционные программы для сотрудников.

Основатели компании, привлекая инвестиции, использовали финансовую поддержку семьи, друзей, родственников, а также искали возможность привлечь бизнес-ангелов [Fried, 2006]. На протяжении длительного времени такие сделки структурировались через выпуск обыкновенных акций [Bratton et al., 2013].

Основное преимущество обыкновенных акций заключается в простоте процессуальных процедур, связанных с эмиссией. Однако для инвесторов обыкновенные акции, как инструмент для предоставления значительного капитала технологичным компаниям, имеют ряд недостатков: обыкновенные акции не предоставляют защиту их владельцам при ликвидации, являются субординированным классом бумаг по отношению к остальным. Возможным объяснением готовности инвесторов к получению обыкновенных акций в обмен на предоставленное финансирование является тот факт, что отношения между друзьями и семьей носят неформальный характер. Что касается бизнес-ангелов, то величина инвестиций в компанию зачастую составляет незначительную часть от общей величины их портфеля [Darian, 2008].

Венчурные фонды инвестируют значительные суммы по сравнению с предыдущими категориями инвесторов, поэтому для обеспечения защиты сделки с основателями компаний структурируют, используя конвертируемые привилегированные акции. Традиционно первый по порядку раунд финансирования, в котором принимают участие институциональные инвесторы (венчурные фонды), называют раундом «А», что обусловлено выпуском конвертируемых привилегированных акций серии «А» [Coyle et al., 2013, p. 295].

На каждом раунде венчурный фонд инвестирует такое количество средств, которое будет достаточным для достижения определенных показателей (величина выручки, количество пользователей, посетителей, просмотров) в течение периода от одного года до во-

семнадцати месяцев. Для успешных компаний этот процесс будет продолжаться в течение нескольких лет путем продажи новой серии привилегированных акций (серии В, С, D), обычно с участием существующих собственников для сохранения пропорциональной доли.

Данные инструменты могут обладать ликвидационной привилегией, которая может быть использована не только в случае банкротства портфельной компании, но и при наступлении любого согласованного сторонами сделки условия. Например, при продаже портфельной компании по заниженной стоимости фонд может воспользоваться ликвидационной преференцией, что позволит получить заранее установленную денежную компенсацию. Конвертируемые привилегированные акции обеспечивают защиту от размывания доли на следующих раундах финансирования путем автоматической конвертации, также получают преимущественное право подписки на дополнительные акции в любом будущем раунде. Привилегированные акции обычно конвертируются в обыкновенные в пропорции один к одному [Polsky et al., 2012].

Отметим, что права, которые получают держатели привилегированных акций, устанавливаются национальным законодательством, уставными документами, а в некоторых юрисдикциях прописаны в акционерном соглашении.

Если между раундами финансирования портфельная компания нуждается в дополнительных средствах, то венчурные фонды предоставляют бридж-финансирование (bridge loan), чтобы удержать ее на плаву до достижения определенного этапа развития, что позволяет отложить во времени размытие капитала, и при этом продать компанию исходя из более высокой оценки бизнеса на следующем раунде. Также бридж-финансирование используется в случае, если текущие акционеры имеют намерение выйти из инвестиции и требуются средства для поддержания текущей деятельности до прихода нового собственника [Klonowski, 2010, p. 13–14].

Бридж-финансирование представляет собой конвертируемый заем (loan agreement), оформление которого осуществляется посредством заключения между венчурным фондом и компанией договора купли-продажи конвер-



тируемых обязательств (convertible note purchase agreement), который сопровождается передачей инвестору конвертируемой ценной бумаги (convertible note). До непосредственного подписания сторонами указанных выше документов согласовываются основные условия, которые прописываются в отдельном документе, не имеющем юридической силы (term sheet).

Такие инструменты обеспечивают начисление процентов, имеют формальную дату погашения, дают приоритет перед акционерами и ставят в равное положение с другими держателями необеспеченного долга и торговыми кредиторами в случае ликвидации [Choper et al., 2008], но при этом инвестор получает право вместо возврата суммы займа и процентов конвертировать долговой инструмент в обыкновенные или привилегированные акции согласно установленной в договоре методике расчета. Несмотря на долговые характеристики, такие конвертируемые инструменты рассматривают как отложенные инвестиции в акционерный капитал, поскольку долгосрочная стратегия у инвесторов заключается в возможности участия в будущих прибылях компании в случае успеха.

С середины 2000-х гг. использование конвертируемых займов на развитых рынках капитала приобрело другое значение. Если раньше такие инструменты применяли для бридж-финансирования, то в настоящее время они активно используются для структурирования сделок на самых ранних раундах. Широкое распространение конвертируемых долговых инструментов было обусловлено, во-первых, снижением затрат на создание и развитие инновационных компаний в IT-отраслях (развитие облачных серверов, снижение капиталоемкости проектов); во-вторых, стремлением инвесторов к упрощению формальных процедур при заключении договорных соглашений с основателями компаний-реципиентов; в-третьих, снижением транзакционных издержек, связанных с привлечением финансирования (юридическое сопровождение оформления конвертируемого займа может быть в 2–3 раза дешевле по сравнению с выпуском привилегированных акций); в-четвертых, наличием возможности для основателей отложить во времени размытие их доли [Coyle et al., 2014].

Исследование зарубежной практики структурирования сделки между венчурными фондами и основателями компании-реципиента позволило сделать следующие выводы. Во-первых, венчурные инвестиции являются нестандартизированными, внебиржевыми инструментами, выбор которых зависит от риска невозврата и в каждом конкретном случае является результатом переговорного процесса между венчурным фондом и основателями компании. Распространенными инструментами являются: обыкновенные акции, конвертируемые привилегированные акции, конвертируемые долговые инструменты. Во-вторых, компании-реципиенты венчурных инвестиций выбирают акционерную форму собственности, что позволяет установить дальнейшие способы распределения корпоративных прав между инвесторами и основателями [Camp, 2002, p. 135–147]. Венчурные фонды используют конвертируемые привилегированные акции, осуществляя традиционные раунды финансирования А, В, С, D; конвертируемые займы – для снижения риска на самых ранних раундах, а также в качестве бридж-финансирования. Такие финансовые инструменты не противоречат логике венчурных инвестиций, так как содержат условие о конвертации в долевые инструменты компании-реципиента.

Систематизируем информацию об инвесторах, форме финансирования, уровне риска невозврата вложений на каждой из определенных выше инвестиционных стадий и представим полученные выводы в табличном виде (см. табл. 5).

Итак, после того как были систематизированы стадии развития компании-реципиента, в которые были интегрированы раунды финансирования, исследована зарубежная практика структурирования сделки, в части выбора финансовых инструментов, в зависимости от инвестора, который принимает участие в финансировании компании-реципиента, представляется возможным предложить авторское определение венчурных инвестиций.

Венчурные инвестиции – это вложение ресурсов в долевые финансовые инструменты (долевой капитал) непубличных компаний, ведущих инновационную деятельность, направленные на увеличение стоимости за счет внутренних источников роста.

Таблица 5. Финансовые инструменты, используемые фондами для осуществления прямых инвестиций

Table 5. Financial instruments used by funds to make private equity investments

	Инвестиционные стадии развития компании-реципиента				
	Посевная	Стартовая	Ранняя	Расширения	Поздняя
Раунды	Angel // Pre-Seed	Seed // A	B, C	D // IPO	Раунды прямых инвестиций
Инвесторы	Основатели, бизнес-ангелы, акселераторы, крауд-фандинг	Бизнес-ангелы, венчурные фонды	Венчурные фонды	Венчурные фонды	Фонды прямых инвестиций
Финансовые инструменты, (зарубежная практика)	Обыкновенные акции, конвертируемые займы, варранты	Обыкновенные акции, конвертируемые займы, варранты	Конвертируемые привилегированные акции, конвертируемые займы, варранты	Обыкновенные акции, конвертируемые привилегированные акции	
Риск	Наиболее высокий	Высокий	Высокий	Средний	

Примечание. Разработано автором по: [Методика ... , 2019].

В нормативных актах, регулирующих учетную практику в РФ, отсутствует определение долевых финансовых инструментов. Представляется возможным обратиться к МСФО (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление информации», в котором следующим образом трактуют исследуемое понятие: «Долевой инструмент – это договор, подтверждающий право на остаточную долю в активах организации после вычета всех ее обязательств» [Международный стандарт ... , § 11].

На данном этапе исследования представляется важным выявить организационно-правовые формы собственности, которые в рамках национального правового поля выбирают инновационные компании в поиске венчурных инвестиций, а также выявить, каким образом может быть структурирована сделка, что обусловит логику дальнейшего изложения.

### Инструменты, используемые для структурирования венчурной сделки в рамках национального правового поля

Сделки по финансированию инновационных компаний структурируются либо путем увеличения уставного капитала общества с ограниченной ответственностью за счет вклада третьих лиц [Об обществах ... , ст. 19], а также за счет размещения дополнительных акций путем закрытой подписки, если органи-

зационно-правовая форма представлена непубличным акционерным обществом [Об акционерных обществах ... , ст. 28, 29]; либо за счет перераспределения долей существующих собственников без изменения величины уставного капитала, при этом инвестор может приобрести долю (акции) по цене, превышающей номинальную стоимость.

В первом случае – увеличение величины уставного капитала – меняется соотношение долей в капитале компании у действующих собственников. Для защиты прав участников общества с ограниченной ответственностью в федеральном законе предусмотрена процедура единогласного принятия решения собственниками по вопросам продажи принадлежащей обществу доли, однако такая процедура может использоваться миноритариями для блокирования вхождения венчурных инвесторов [Об обществах ... , ч. 2, ст. 19]. В рамках акционерного общества существует иная защита прав существующих акционеров: собственники, которые проголосовали против увеличения акционерного капитала или не принимали участие в голосовании, имеют преимущественное право на приобретение дополнительных акций в ходе проведения закрытой подписки пропорционально имеющейся доле.

Во втором случае – перераспределение долей (акций) между собственниками без из-

менения величины уставного капитала – получение венчурным инвестором доли (акций) в уставном капитале компании-реципиента зависит от добросовестного исполнения договорных обязательств текущими собственниками, что влечет повышенные риски для инвесторов.

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

Однако заключение сделки под условием сложно реализуемо в рамках российского законодательства. Данный вопрос был тщательно изучен и подробно описан в диссертационной работе: [Янковский, 2018]. Исследователь пришел к выводу, что такая проблема может быть решена с помощью заключения корпоративного договора, что защитит интересы текущих собственников и венчурного фонда.

Подчеркнем, что осуществление венчурных инвестиций в национальном правовом поле сопряжено с высокими правовыми рисками для инвесторов. В частности, отсутствуют гарантии по обязательному исполнению условий корпоративного договора, так как за нарушение условий исполнения суд может обязать выплатить другой стороне только компенсацию, а не исполнение договорных условий в натуре.

Также не могут быть реализованы преимущества использования конвертируемых привилегированных акций. Федеральный закон «Об акционерных обществах» не предусматривает возможности конвертации привилегированных акций в зависимости от наступления или ненаступления определенного события в буду-

щем. Такие акции конвертируются либо по требованию акционера, либо в установленный срок [Об акционерных обществах ... , п. 3, ст. 32], что свидетельствует о том, что конвертируемые привилегированные акции не являются инструментом защиты интересов инвесторов и текущих собственников от размывания доли, а это, по сути, делает неэффективным их использование для венчурного инвестора. Ликвидационная привилегия дает преференции держателям привилегированных акций только в случае ликвидации общества [Об акционерных обществах ... , ст. 23].

Следует отметить позитивную тенденцию в национальной законодательной деятельности, которая направлена на создание благоприятных условий для развития технологичных проектов, стимулирования инвестиций в малый и средний бизнес, деофшоризации национальной экономики, а именно: принятие федерального закона № 972589–7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части конвертируемого займа».

В законе предполагается установление и обеспечение правового механизма, который позволит займодавцу вместо возврата суммы займа (всей или его части) и выплаты процентов (всех или их части) по нему в срок и (или) в зависимости от наступления иных условий и обстоятельств потребовать:

– от непубличного акционерного общества – размещения определенной категории акций путем закрытой подписки [О внесении изменений ... , с. 76];

– от общества с ограниченной ответственностью: если займодавец является участником общества, то увеличения уставного капитала или увеличения номинальной стоимости и величины доли займодавца путем уменьшения размера доли иных собственников; если займодавец не является участником общества, то его принятие в общество с сокращением размера долей существующих участников [О внесении изменений ... , с. 136].

Итак, выше были определены организационно-правовые формы собственности, которые могут быть использованы компаниями-реципиентами для привлечения венчурных инвестиций – общество с ограниченной ответственностью и непубличное акционерное об-

щество; установлены возможные способы структурирования сделки: во-первых, путем увеличения уставного капитала общества с ограниченной ответственностью за счет вклада третьих лиц [Об обществах ... , ст. 19] либо за счет перераспределения долей существующих собственников без изменения величины уставного капитала; во-вторых, путем размещения дополнительных акций посредством закрытой подписки, если организационно-правовая форма представлена непубличным акционерным обществом [Об акционерных обществах ... , ст. 28, 39].

Были выявлены недостатки действующей системы законодательного регулирования: отсутствие возможности реализации в полном объеме функций привилегированных акций, которые существуют на развитых рынках капитала для защиты интересов инвесторов. Были отмечены позитивные тренды в национальном нормотворческом процессе – принятие федерального закона, который устанавливает процедуру использования одного из самых распространенных и востребованных на зарубежных венчурных рынках финансовых инструментов при структурировании сделки между основателями компании-реципиента и венчурными фондами – конвертируемого займа.

### **Выводы**

Таким образом, в данной статье:

– определены инвестиционные стадии развития компании-реципиента инвестиций, выделены те из них, на которых осуществляются венчурные инвестиции: посевная (seed), стартовая (start-up), ранняя (early), расширения (expansion);

– обоснована целесообразность построения взаимосвязи между инвестиционными стадиями развития компании-реципиента и раундами финансирования, так как получение каждого раунда является основополагающим критерием оценки реальной жизни инновационной компании и маркером достижения точек развития компании. В свою очередь, этапы развития компании-реципиента позволяют обобщить информацию о готовности продукта и финансовых показателях (выручка, денежный поток), которая необходима для оценки стоимости портфельной компании, а сле-

довательно, для расчета стоимости венчурных инвестиций;

– подтверждено, что границы между раундами и инвестиционными стадиями развития весьма условны, так как, во-первых, раунды определяются величиной полученного финансирования, которое зачастую определяется устоявшейся практикой в отдельно взятом регионе; во-вторых, инвестор (бизнес-ангел, венчурный фонд или фонд прямых инвестиций) может проявить заинтересованность в конкретном проекте раньше или позже наступления соответствующей стадии развития компании-реципиента, что подчеркивает, что венчурные инвестиции являются частью всего цикла прямого инвестирования;

– установлено, что на развитых рынках капитала преимущественной организационно-правовой формой собственности компании-реципиента является акционерное общество, что позволяет установить дальнейшие способы распределения корпоративных прав между инвесторами и основателями [Camp, 2002, p. 129–167];

– подтверждено, что выбор финансовых инструментов для структурирования сделки между венчурным фондом и основателями компании является результатом переговорного процесса. В зависимости от риска невозврата инвестиций, который напрямую связан с инвестиционной стадией развития компании-реципиента, венчурные фонды используют конвертируемые привилегированные акции, осуществляя традиционные раунды финансирования А, В, С, D; конвертируемые займы – для снижения риска на самых ранних раундах, а также в качестве бридж-финансирования;

– на основании проведенного исследования было предложено авторское определение венчурных инвестиций: венчурные инвестиции – это вложение ресурсов в долевые финансовые инструменты (долевой капитал) непубличных компаний, ведущих инновационную деятельность, направленные на увеличение стоимости за счет внутренних источников роста;

– определены возможные способы структурирования сделки между основателями компании-реципиента венчурных инвестиций и инвестиционным фондом: во-первых, путем увеличения уставного капитала общества с ограниченной ответственностью за счет вклада третьих лиц либо за счет пере-

распределения долей существующих собственников без изменения величины уставного капитала; во-вторых, путем размещения дополнительных акций посредством закрытой подписки, если организационно-правовая форма представлена непубличным акционерным обществом;

– установлено, что российское законодательство не реализует в полном объеме преимущества использования конвертируемых привилегированных акций и не гарантирует защиту интересов инвесторов и текущих собственников от размывания доли, а следовательно, делает их использование неэффективным;

– отмечена позитивная тенденция в законодательном регулировании венчурного рынка – разработка федерального закона, который регламентирует процедуру использования конвертируемого займа.

### Область применения результатов

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в том, что были обобщены подходы к классификации инвестиционных стадий развития компании-реципиента венчурных инвестиций и раундов финансирования, уточнена дефиниция «венчурные инвестиции», исследованы финансовые инструменты, которые используют венчурные фонды при структурировании сделки. Полученные результаты могут использоваться для выстраивания венчурной инфраструктуры с целью создания механизмов функционирования, понятных зарубежным инвесторам.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Доклад экспертной группы по альтернативным инвестициям : Развитие прямых инвестиций в Европе // Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ), 2007. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: [http://www.rvca.ru/rus/resource/library/report\\_of\\_the\\_expert\\_group\\_on\\_alternative\\_investment\\_2007](http://www.rvca.ru/rus/resource/library/report_of_the_expert_group_on_alternative_investment_2007) (дата обращения: 03.12.2020). – Загл. с экрана.

Каширин, А. И. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: учеб. пособие / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М. : Дело, 2014. – 260 с. – (Серия «Образовательные инновации»).

Макушина, Е. Ю. Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? / Е. Ю. Макушина // Корпоративные финансы. – 2016. – № 3 (39). – С. 83–99. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <https://cfjournal.hse.ru/issue/view/107/122> (дата обращения: 01.12.2020). – Загл. с экрана.

Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление» : (введен в действие на территории РФ Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н. – Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

Методика осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «РВК» / под ред. А. Н. Басова. – М. : РВК, 2019. – 151 с. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: [https://www.rvc.ru/upload/iblock/c12/RVC\\_method\\_of\\_valuation\\_of\\_assets.pdf](https://www.rvc.ru/upload/iblock/c12/RVC_method_of_valuation_of_assets.pdf) (дата обращения: 15.09.2020). – Загл. с экрана.

Методология сбора и анализа основных параметров деятельности российских фондов прямых и венчурных инвестиций // Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ), 2017. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/methodology-of-data-collection-and-analysis-of-the-main-parameters-of-russian-venture-funds> (дата обращения: 12.09.2020). – Загл. с экрана.

О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон № 354-ФЗ. – Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

Об акционерных обществах : федер. закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (с изм. и доп., вступ. в силу с 13.07.2021). – Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

Об обществах с ограниченной ответственностью : федер. закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ. – Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

Путь стартапа // ФРИИ. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: [https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup\\_way\\_2015.pdf](https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf) (дата обращения: 11.09.2020). – Загл. с экрана.

Финансирование инновационного развития : Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования на ранних этапах развития предприятий / Европейская экономическая комиссия Организации Объединенных Наций. – Нью-Йорк ; Женева, 2007. – 114 с. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <https://unece.org/DAM/ceci/publications/>

- fid\_r.pdf (дата обращения: 17.09.2020). – Загл. с экрана.
- Янковский, Р. М. Правовое регулирование венчурного инвестирования : дис. ... канд. юрид. наук / Янковский Роман Михайлович. – М., 2018. – 227 с.
- Adizes, I. *Managing Corporate Lifecycles: How to Get to and Stay at the Top* / I. Adizes. – Santa Barbara, CA, The Adizes Institute Publishing, 2004.
- Adizes, I. *Organizational Passages: Diagnosing and Treating Life Cycle Problems in Organizations* / I. Adizes // *Organizational Dynamics*. – 1979. – Vol. 8. – P. 3–24.
- Annual Report 2020: The Voice of Private Capital // Invest Europe, 2020. – Electronic text data. – Mode of access: <https://www.investeurope.eu/research/performance-data> (date of access: 15.12.2020). – Title from screen.
- Augusiak-Boro, A. *Startup Valuation Guide* / A. Augusiak-Boro, C. Klinchuch, A. Zhan // Equityzen Presentation, 2018. – Electronic text data. – Mode of access: <https://hangar8capital.com/wp-content/uploads/2019/01/Research-Report.pdf> (date of access: 09.09.2019). – Title from screen.
- Bratton, W. *A Theory of Preferred Stock* / W. Bratton, M. Wachter // Faculty Scholarship at Penn Law. – 2013.
- Camp, J. *Venture Capital Due Diligence* / J. Camp. – New York : Wiley, 2002. – 272 p.
- Central and Eastern Europe Statistics 2017 // Invest Europe, 2018. – Electronic text data. – Mode of access: [https://investeurope.eu/media/2630/ie\\_cee\\_report\\_2018\\_final.pdf](https://investeurope.eu/media/2630/ie_cee_report_2018_final.pdf) (date of access: 07.12.2020). – Title from screen.
- Choper, J. H. *Cases and Materials on Corporations* / J. H. Choper, J. C. Coffee, R. J. Gilson. – 7<sup>th</sup> ed. – New York : Aspen Publishers, 2008.
- Coyle, J. *Contractual Innovation in Venture Capital* / J. Coyle, J. Green // *Hastings Law Journal*. – 2014. – Vol. 66. – P. 133.
- Coyle, J. *Acqui-Hiring* / J. Coyle, G. Polsky // *Duke Law Journal*. – 2013. – № 2. – P. 281–346.
- Crunchbase. – Electronic text data. – Mode of access: <https://www.crunchbase.com> (date of access: 05.10.2020). – Title from screen.
- Darian, I. *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors* / I. Darian // *Vanderbilt Law Review*. – 2008. – Vol. 61, iss. 5. – Electronic text data. – Mode of access: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol61/iss5/3> (date of access: 05.10.2020). – Title from screen.
- Dickinson, V. *Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle* / V. Dickinson // *The Accounting Review*. – 2011. – Vol. 86, no. 6. – P. 1969–1994.
- Divakaran, S. *Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance* / S. Divakaran, P. McGinnis, S. Masood // *The World Bank. Capital Markets Practice*, 2014.
- Fried, J. *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups* / J. Fried, M. Ganor // *New York University Law Review*. – 2006. – Vol. 81, no. 967. – Electronic text data. – Mode of access: [http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency\\_costs\\_venture\\_capitalist.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency_costs_venture_capitalist.pdf) (date of access: 05.10.2020). – Title from screen.
- Greiner, L. *Evolution and Revolution As Organization Grow* / L. Greiner // *Harvard Business Review*. – 1972. – Vol. 50, № 4. – P. 37–46.
- Isaksson, A. *Studies on the Venture Capital Process* / A. Isaksson. – Handelshögskolan vid Umee universitet, 2006. – 187 p.
- Klonowski, D. *The Venture Capital Investment Process* / D. Klonowski. – London : Palgrave Macmillan, 2010.
- Mason, C. *Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes* / C. Mason, R. Harrison // *International Small Business Journal*. – 2000. – № 18 (4). – P. 11–28.
- Miller, D. *A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle* / D. Miller, P. Friesen // *Management Science*. – 1984. – P. 1161–1183.
- PitchBook-NVCA *Venture Monitor, 2020 (2Q)*. – Electronic text data. – Mode of access: <https://pitchbook.com/news/reports/q2-2020-pitchbook-nvca-venture-monitor> (date of access: 15.07.2020). – Title from screen.
- PitchBook Analyst Note: *The Emergence of Pre-Seed, 2019 (3Q)*. – Electronic text data. – Mode of access: <https://pitchbook.com/news/reports/3q-2019-pitchbook-analyst-note-the-emergence-of-pre-seed> (date of access: 08.08.2020). – Title from screen.
- PitchBook-NVCA *Venture Monitor, 2018 (4Q)*. – Electronic text data. – Mode of access: <https://pitchbook.com/news/reports/4q-2018-pitchbook-nvca-venture-monitor> (date of access: 05.10.2020). – Title from screen.
- PitchBook-NVCA *Venture Monitor, 2019 (4Q)*. – Electronic text data. – Mode of access: <https://pitchbook.com/news/reports/q4-2019-pitchbook-nvca-venture-monitor> (date of access: 10.08.2020). – Title from screen.
- Polsky, G. *Examining the Tax Advantage of Founders' Stock* / G. Polsky, B. Hellwig // *Iowa Law Review*. – 2012. – Vol. 97, № 1085. – Electronic text data. – Mode of access: [https://digitalcommons.law.uga.edu/fac\\_artchop/1089](https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/1089) (date of access: 05.10.2020). – Title from screen.
- Scott, M. *Five Stages of Growth in Small Business* / M. Scott, R. Bruce // *Long Range Planning*. – 1987. – Vol. 20, № 3. – P. 45–52.

- Torbert, W. Pre-Bureaucratic Stages of Organization Development / W. Torbert // *Interpersonal Development*. – 1974. – P. 1–25.
- Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies. Accounting and Valuation Guide. Working Draft, AICPA, 2018 – Electronic text data. – Mode of access: <https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/alternative-asset-advisory/working-draft-pe-vc-guide-part-i-ch1-14.pdf> (date of access: 08.09.2020). – Title from screen.
- Zider, B. How Venture Capital Works / B. Zider // *Harvard Business Review*. – 1998. – Vol. 76, № 6. – P. 131–139.

### REFERENCES

- Doklad ekspertnoi gruppy po al'ternativnym investitsiiam: Razvitie priamykh investitsii v Evrope [Report of the Expert Group on Alternative Investments. Development of Direct Investments in Europe]. *Rossiyskaya assotsiatsiya venchurnogo investirovaniya (RAVI)* [Russian Venture Capital Association (RVCA)]. URL: [http://www.rvca.ru/rus/resource/library/report\\_of\\_the\\_expert\\_group\\_on\\_alternative\\_investment\\_2007](http://www.rvca.ru/rus/resource/library/report_of_the_expert_group_on_alternative_investment_2007) (accessed 3 December 2020).
- Kashirin A.I., Semenov A.S. *Innovatsionnyi biznes: venchurnoe i biznes-angel'skoe investirovanie: ucheb. posobie* [Innovative Business: Venture and Business Angel Investing. Study Guide]. Moscow, Delo Publ., 2014. 260 p. (Series: Obrazovatel'nye innovatsii [Educational Innovations]).
- Makushina E.Yu. Otrazhajut li zakonodatel'no razreshennye sposoby osushchestvlenija venchurnyh investitsij na formal'nyh rynkah kapitala Rossijskoj Federacii ih jekonomicheskiju sushhnost'? [Do the Statutory Types of Venture Investments in Russia's Regulated Market Conform to Their Economic Essence?]. *Korporativnye finansy* [EJournal of Corporate Finance], 2016, no. 3 (39), pp. 83–99. URL: <https://cfjournal.hse.ru/issue/view/107/122> (accessed 1 December 2020).
- Mezhdunarodnyy standart finansovoy otchetnosti (IAS) 32 «Finansovye instrumenty: predstavlenie»: (vveden v deystvie na territorii RF Prikazom Minfina Rossii ot 28.12.2015 № 217n [International Financial Reporting Standard (IAS) 32 “Financial Instruments. Presentation”. (Enacted in the Russian Federation by the Order of the Ministry of Finance of Russia No. 217n Dated December 28, 2015)]. *Access from Reference Legal System “KonsultantPlyus”*.
- Basov A.N., ed. *Metodika osushchestvleniya otsenki spravedlivoi stoimosti aktivov, sostavliaiushchikh investitsionnyi portfel' AO «RVK»* [Methodology for Assessing the Fair Value of Assets that Make Up the Investment Portfolio of RVK JSC]. Moscow, RVK, 2019. 151 p. URL: [https://www.rvc.ru/upload/iblock/c12/RVC\\_method\\_of\\_valuation\\_of\\_assets.pdf](https://www.rvc.ru/upload/iblock/c12/RVC_method_of_valuation_of_assets.pdf) (accessed 15 September 2020).
- Metodologiya sbora i analiza osnovnykh parametrov deiatel'nosti rossiiskikh fondov priamykh i venchurnykh investitsii [Methodology for Collecting and Analyzing the Main Parameters of the Activities of the Russian Private Equity and Venture Capital Funds]. *Rossiyskaya assotsiatsiya venchurnogo investirovaniya (RAVI)* [Russian Venture Capital Association (RVCA)]. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/methodology-of-data-collection-and-analysis-of-the-main-parameters-of-russian-venture-funds> (accessed 12 September 2020).
- O vnesenii izmenenii v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossiiskoi Federatsii: feder. zakon № 354-FZ [Federal Law No. 354-FZ “On Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation”]. *Access from Reference Legal System “KonsultantPlyus”*.
- Ob aktsionernykh obshchestvakh: feder. zakon ot 26.12.1995 № 208-FZ (s izm. i dop., vstup. v silu s 13.07.2021) [Federal Law No. 208-FZ Dated December 26, 1995 “On Joint Stock Companies” (As Amended and Put into Force on July 13, 2021)]. *Access from Reference Legal System “KonsultantPlyus”*.
- Ob obshchestvakh s ogranichennoi otvetstvennost'iu: feder. zakon ot 08.02.1998 № 14-FZ [Federal Law No. 14-FZ Dated February 8, 1998 “On Limited Liability Companies”]. *Access from Reference Legal System “KonsultantPlyus”*.
- Put' startapa [The Startup Path]. *FRII*. URL: [https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup\\_way\\_2015.pdf](https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf) (accessed 11 September 2020).
- Finansirovanie innovatsionnogo razvitiya: Sravnitel'nyy obzor opyta stran EEK OON v oblasti finansirovaniya na rannikh etapakh razvitiya predpriyatij* [Financing Innovative Development. Comparative Review of the Experiences of UNECE Countries in Early-Stage Financing]. New York, Geneva, 2007. 114 p. URL: [https://unece.org/DAM/ceci/publications/fid\\_r.pdf](https://unece.org/DAM/ceci/publications/fid_r.pdf) (accessed 17 September 2020).
- Jankovskij R.M. *Pravovoe regulirovanie venchurnogo investirovaniya: dis. ... kand. jurid. nauk* [Legal Regulation of Venture

- Investment. Cand. jurid. sci. diss.]. Moscow, 2018. 227 p.
- Adizes I. *Managing Corporate Lifecycles: How to Get to and Stay at the Top*. Santa Barbara, CA, The Adizes Institute Publishing, 2004.
- Adizes I. Organizational Passages: Diagnosing and Treating Life Cycle Problems in Organizations. *Organizational Dynamics*, 1979, vol. 8, pp. 3-24.
- Annual Report 2020: The Voice of Private Capital. *Invest Europe*, 2020. URL: <https://www.investeurope.eu/research/performance-data> (accessed 15 December 2020).
- Augusiak-Boro A., Klinchuch C., Zhan A. Startup Valuation Guide. *Equityzen Presentation*, 2018. URL: <https://hangar8capital.com/wp-content/uploads/2019/01/Research-Report.pdf> (accessed 9 September 2019).
- Bratton W., Wachter M. A Theory of Preferred Stock. *Faculty Scholarship at Penn Law*, 2013.
- Camp J. *Venture Capital due Diligence*. New York, Wiley, 2002. 272 p.
- Central and Eastern Europe Statistics 2017. *Invest Europe*, 2018. URL: [https://investeurope.eu/media/2630/ie\\_cee\\_report\\_2018\\_final.pdf](https://investeurope.eu/media/2630/ie_cee_report_2018_final.pdf) (accessed 7 December 2020).
- Choper J.H., Coffee J.C., Gilson R.J. *Cases and Materials on Corporations*. New York, Aspen Publishers, 2008.
- Coyle J., Green J. Contractual Innovation in Venture Capital. *Hastings Law Journal*, 2014, vol. 66, p. 133.
- Coyle J., Polsky G. Acqui-Hiring. *Duke Law Journal*, 2013, vol. 63, no. 2, pp. 281-346.
- Crunchbase. URL: <https://www.crunchbase.com> (accessed 5 October 2020).
- Darian I. The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors. *Vanderbilt Law Review*, 2008, vol. 61, iss. 5. URL: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol61/iss5/3> (accessed 5 October 2020).
- Dickinson V. Cash Flow Patterns As a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 2011, vol. 86, no. 6, pp. 1969-1994.
- Divakaran S., McGinnis P.J., Masood S. Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance. *The World Bank. Capital Markets Practice*, 2014.
- Fried J., Ganor M. Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups. *New York University Law Review*, 2006, vol. 81, no. 967. URL: [http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency\\_costs\\_venture\\_capitalist.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency_costs_venture_capitalist.pdf) (accessed 5 October 2020).
- Greiner L. Evolution and Revolution As Organization Grow. *Harvard Business Review*, 1972, vol. 50, no. 4, pp. 37-46.
- Isaksson A. *Studies on the Venture Capital Process*. Umeå, Handelshögskolan vid Umeå universitet, 2006. 187 p.
- Klonowski D. *The Venture Capital Investment Process*. London, Palgrave Macmillan, 2010.
- Mason C., Harrison R. Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes. *International Small Business Journal*, 2000, no. 18 (4), pp. 11-28.
- Miller D., Friesen P. A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 1984, pp. 1161-1183.
- PitchBook-NVCA Venture Monitor*, 2020 (2Q). URL: <https://pitchbook.com/news/reports/q2-2020-pitchbook-nvca-venture-monitor> (accessed 15 July 2020).
- PitchBook Analyst Note: The Emergence of Pre-Seed*, 2019 (3Q). URL: <https://pitchbook.com/news/reports/3q-2019-pitchbook-analyst-note-the-emergence-of-pre-seed> (accessed 8 August 2020).
- PitchBook-NVCA Venture Monitor*, 2018 (4Q). URL: <https://pitchbook.com/news/reports/4q-2018-pitchbook-nvca-venture-monitor> (accessed 5 October 2020).
- PitchBook-NVCA Venture Monitor*, 2019 (4Q). URL: <https://pitchbook.com/news/reports/q4-2019-pitchbook-nvca-venture-monitor> (accessed 10 August 2020).
- Polsky G., Hellwig B. Examining the Tax Advantage of Founders' Stock. *Iowa Law Review*, 2012, vol. 97, no. 1085. URL: [https://digitalcommons.law.uga.edu/fac\\_artchop/1089](https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/1089) (accessed 5 October 2020).
- Scott M., Bruce R. Five Stages of Growth in Small Business. *Long Range Planning*, 1987, vol. 20, no. 3, pp. 45-52.
- Torbert W. Pre-Bureaucratic Stages of Organization Development. *Interpersonal Development*, 1974, pp. 1-25.
- Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies - Accounting and Valuation Guide*. URL: <https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/alternative-asset-advisory/working-draft-pe-vc-guide-part-i-ch1-14.pdf> (accessed 8 September 2020).
- Zider B. How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, 1998, vol. 76, no. 6, pp. 131-139.



### **Information About the Author**

**Elena Yu. Makushina**, Senior Lecturer, School of Finance, National Research University Higher School of Economics, Pokrovsky Boulevard, 11, 109028 Moscow, Russian Federation, makushinae@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-8985-4058>

### **Информация об авторе**

**Елена Юрьевна Макушина**, старший преподаватель школы финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Покровский бульвар, 11, 109028 г. Москва, Российская Федерация, makushinae@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-8985-4058>