

## References

1. *Akademija PwC* (2015) Uchebnoe posobie ACCA DipIFR [Study text ACCA DipIFR]. Available at: [http://training.pwc.ru/courses/dipifr\\_materials](http://training.pwc.ru/courses/dipifr_materials).
2. Malofeeva T.N. (2006) Celi i zadachi Soveta po Mezhdunarodnym standartam finansovoj otchetnosti [Goals and Objectives of International Accounting Standards Board] // V kn.: Sbornik statej aspirantov fakul'teta jekonomiki GU – VShJe. Gosudarstvennyj universitet-Vyssshaja shkola jekonomiki.
3. Deloitte (2015) MSFO v karmane [IFRS in Your Pocket], Available at: [www2.deloitte.com/ru/ru/pages/audit/articles/IFRS-in-your-pocket-2015.html](http://www2.deloitte.com/ru/ru/pages/audit/articles/IFRS-in-your-pocket-2015.html)
4. Ernst & Young (2011) Primenenie MSFO 2011 v 3-h chastjah [Adoption of IFRS 2011 in three parts]. Mockow: Al'pina Publisher, 2011
5. "Norwalk Agreement" Available at: <http://www.fasb.org/news/memorandum.pdf>
6. Brown P. and Tarca A. (2005) A commentary on issues relating to the enforcement of International Financial Reporting Standards in the EU. *European Accounting Reviews*, vol. 14, no. 1.
7. Erchinger H. (2012) IFRS and the United States – Developments and Current States. *Australian Accounting Review*, vol. 22.
8. Erchinger H. and Melcher W. Convergence between US GAAP and IFRS: acceptance of IFRS by the US securities and exchange commission (SEC). *Accounting in Europe*, vol.4
9. Hlaciuc E., Grosu V., Socoliuc M., Maciuca G. (2014) Comparative study regarding the main differences between US GAAP and IFRS. *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 2014, vol.14.
10. McEnroe J/E. and Sullivan M. (2014) The rise and stall of the US GAAP and IFRS Convergence Movement. *The CPA Journal*, January.
11. Leuz C. (2003) IAS versus U.S. GAAP: information asymmetry-based evidence from Germany's New Market. *Journal of Accounting Research*, vol. 41, pp. 451–472.
12. Melcher W. (1999) Konvergenz des internen und externen Rechnungswesens. *Internationale Rechnungslegung*, Springer, 2<sup>nd</sup> edn, p. 363.
13. Schipper K. (2005) The introduction of international accounting standards in Europe: implications for international convergence. *European Accounting Reviews*, vol. 14, no. 1, pp. 101–126.

**ОТРАЖАЮТ ЛИ ЗАКОНОДАТЕЛЬНО РАЗРЕШЕННЫЕ СПОСОБЫ  
ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ  
НА ФОРМАЛЬНЫХ РЫНКАХ КАПИТАЛА  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
ИХ ЭКОНОМИЧЕСКУЮ СУЩНОСТЬ?**

*Макушина Елена Юрьевна<sup>1</sup>*

Цель данной работы – определить термин «венчурные инвестиции» с точки зрения его экономической сущности и на основании этого определения исследовать нормативно-законодательную базу, регулирующую реализацию инвестиций на формальном рынке венчурного капитала в Российской Федерации, с тем чтобы предложить возможные рекомендации по ее усовершенствованию.

Для достижения поставленной цели в работе были сформулированы и решены следующие задачи: выявлены три подхода к определению венчурных инвестиций; проанализированы

<sup>1</sup>Старший преподаватель департамента финансов, факультета экономических наук НИУ ВШЭ E-mail: [emakushina@hse.ru](mailto:emakushina@hse.ru)

возможные способы реализации венчурных инвестиций; предложена категоризация рынка прямых инвестиций; рассмотрены подходы Европейской ассоциации венчурного инвестирования, Национальной ассоциации венчурного инвестирования США и Российской ассоциации венчурного инвестирования к систематизации информации о стадиях финансирования венчурных инвестиций; исследованы новые требования в «Законе об инвестиционных консультантах», регулирующие деятельность финансовых посредников в США.

В результате проведенного исследования:

- было предложено определение «венчурных инвестиций», выявлены характерные черты реализации венчурных инвестиций с помощью создания инвестиционного товарищества, – определены отличительные характеристики венчурных инвестиций в сравнении с инвестициями с использованием заемных средств;
- на основании исследования нормативных актов, регулирующих деятельность на формальном рынке венчурного капитала в Российской Федерации, были выявлены недостатки и предложены возможные решения по улучшению текущей ситуации.

**Ключевые слова:** инвестиции, венчурные инвестиции, прямое финансирование, инвестирование с использованием заемных средств, венчурное финансирование

**JEL:** M 410

На сегодняшний день можно констатировать, что российская экономика исчерпала потенциал экспортно-сырьевой модели развития, а экономический рост невозможен за счет наращивания экспорта природных ресурсов, ввиду отсутствия спроса и, как следствие, снижения цен на энергоносители. Именно поэтому Российская Федерация находится в состоянии перехода от экспортно ориентированной модели развития экономики к инновационной модели, что подтверждает «Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года» от 17 ноября 2008 г. № 1662-р.

Экономическая ситуация в Российской Федерации осложнена внешнеполитическим давлением мирового сообщества, что сопровождается санкциями и запретом на импорт технологий, высокотехнологичного производства.

В текущих условиях значимым фактором для устойчивого развития страны является развитие инноваций, наукоемких областей и информационных технологий не только для замещения импорта, но и для увеличения экспорта.

Венчурное финансирование является одним из наиболее важных элементов построения подобной экономической модели так, как позволяет развивать наукоемкие и высокотехнологичные отрасли, посредством прямого инвестирования в конкретные проекты или организации, диверсифицируя при этом экономику всей страны [NVCA, 2013, с. 7].

Осуществление венчурных инвестиций позволяет активизировать создание новых молодых инновационных организаций малого и среднего бизнеса, которые в свою очередь являются катализаторами роста отраслей с высокой добавленной стоимостью.

Немаловажным фактором развития отрасли венчурного финансирования является наличие проработанной, однозначно трактуемой законодательной базы, регулирующей деятельность всех участников, вовлеченных в процесс инвестирования, для которых были бы прозрачны и понятны условия взаимодействия. Для того чтобы определить, отвечают ли нормативные документы, регулирующие область венчурного финансирования, обозначенным выше условиям, необходимым для развития данного сектора экономики, на наш взгляд, представляется возможным, во-первых, предложить определение термина «венчурные инвестиции» и раскрыть его экономическую сущность; во-вторых, на основании полученных выводов проанализировать законодательную базу, регуливающую эту отрасль, с целью предложения возможных рекомендаций по ее улучшению.

Термин «венчурные инвестиции» является заимствованным, происходит от английского слова «venture», что переводится как «рискованное, смелое предприятие, рискованная попытка, опасная затея» [Мюллер, 1995, с. 2006].

На сегодняшний день среди ученых и исследователей не сложилось единого определения термина «венчурные инвестиции». Выявим существующие подходы, раскрывающие экономическую сущность данного понятия, систематизировав информацию и представив ее в таблице (табл. 1.).

Таблица 1

### Подходы к определению венчурных инвестиций

№	Подход	Определение венчурных инвестиций
1.	Венчурные инвестиции осуществляют профессиональные инвесторы	«Венчурный капитал» – профессиональный капитал, инвестированный венчурным капиталистом совместно с предпринимателем для финансирования ранней стадии («семенная», «стартап») или стадии расширения предприятия» [РАВИ, 2011, с. 268]. «Венчурные инвестиции – это высокорискованные долгосрочные инвестиции, осуществляемые профессиональными инвесторами, в собственный капитал молодых компаний» [Wright and Robbie, 1998, с. 521–570]. «Венчурное финансирование осуществляют институциональные инвесторы, коммерческие компании или физические лица на ранней стадии развития или на стадии расширения (expansion stage)» [Isaksson, 2006, с. 15].
2.	Венчурные инвестиции представляют собой сегмент прямых инвестиций	«Венчурный капитал инвестируется в молодые быстро развивающиеся компании и является важнейшей частью всего цикла прямого инвестирования. Он предоставляет средства для стартапов в самом начале их существования или на первых этапах их технического или коммерческого развития» [РАВИ, 2007, с. 19]. «Венчурные инвестиции – это прямые инвестиции, только в компаниях на ранних стадиях их развития» [Divakaran, McGinnis and Masood, 2014 с. 3]. «Венчурные инвестиции – это сегмент прямых инвестиций, которые представляют собой высокорискованные вложения в новые компании с потенциально высоким ростом» [NVCA, 2015, с. 106].
3.	Венчурные инвестиции – это инвестиции, осуществленные на ранних стадиях финансирования	«Венчурное инвестирование – это инвестирование в долевые ценные бумаги (equity position), которые не торгуются на организованном рынке капитала и, следовательно, представляют собой неликвидные активы, которые уникальны по своей природе до тех пор, пока компания не достигнет зрелости (mature company), не станет публичной или не будет поглощена другой организацией» [NVCA, 2013, с. 6–7]. «Венчурные инвестиции представляют собой долгосрочные вложения денежных средств в собственный капитал молодых, быстро растущих компаний, ценные бумаги которых не котируются на бирже, с потенциальной возможностью высокой отдачи от таких вложений» [Ayayi, 2000, с. 4].

### Первый подход к определению венчурных инвестиций: венчурные инвестиции осуществляют профессиональные инвесторы

С точки зрения автора, при определении венчурных инвестиций опираться на тот факт, что их осуществление возможно только профессиональными участниками, недостаточно корректно.

Можно представить три способа осуществления венчурных инвестиций, распространенных в международной практике, а именно:

- инвестирование в фонды прямых и венчурных инвестиций (investing in private equity and venture capital funds);
- инвестирование в фонд фондов (funds of funds), которые вкладывают одновременно в несколько фондов [Bance, 2010, с. 10];
- самостоятельное инвестирование в «частные компании» (direct investment);

Представленные выше способы реализации инвестиций позволяют наглядным образом проиллюстрировать тот факт, что на рынке венчурных инвестиций могут осуществлять свою деятельность как профессиональные игроки, так и непрофессиональные.

В связи с этим венчурные инвестиции представляется возможным разделить на две категории в зависимости от субъекта инвестиционной деятельности. На наш взгляд, наиболее приемлемую классификацию предложил Ветзел [Wetzel, 1983, с. 13].

Ветзел называет формальными венчурными инвестициями инвестиции, осуществляемые профессиональными игроками – венчурными компаниями (венчурными капиталистами), а неформальными венчурными инвестициями – инвестиции, которые осуществляют собствен-

ники с помощью финансовой поддержки друзей, семьи или бизнес-ангелов. Представим классификацию рынка венчурных инвестиций схематично в зависимости от субъекта, осуществляющего вложения (рис. 1).

Принципиальное отличие формального рынка венчурного капитала от неформального заключается в том, что на формальном рынке действуют профессиональные игроки – венчурные компании, которые являются финансовыми посредниками между инвесторами и компаниями-реципиентами. В свою очередь на неформальном рынке преобладают те, кто вкладывает свои собственные ресурсы.

Следует отметить, что некоторые российские исследователи, например, С.Н. Володин и В.С. Волкова [Володин, Волкова. 2016, с. 71], не разделяют источники финансирования компаний, реципиентов венчурного капитала, на формальный и неформальный. На наш взгляд, такая позиция некорректна, так как формальные рынки венчурного капитала регулируются на законодательном уровне и к посредникам, осуществляющим деятельность на данных рынках применяются советующие требования по раскрытию и представлению информации о своей деятельности, что будет подробно освещено далее.

Таким образом, на основании представленной выше категоризации рынка венчурных инвестиций и выявления субъектов, осуществляющих инвестиционную деятельность, можно сделать вывод, что данный подход к определению инвестиций недостаточно корректный.



Рисунок 1. Категоризация рынка венчурных инвестиций в зависимости от субъекта, осуществляющего венчурные инвестиции

В данной работе исследуется формальный рынок венчурных инвестиций, в частности венчурные инвестиции, осуществляемые профессиональными участниками посредством создания товариществ с ограниченной ответственностью (limited liability partnership). Такая форма реализации инвестиций является достаточно распространенной в США, Великобритании и большинстве стран Евросоюза, она была инкорпорирована в Российской Федерации с принятием Федерального закона «Об инвестиционном товариществе» от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ.

Реализация инвестиций с помощью создания товарищества с ограниченной ответственностью осуществляется следующим образом: главный партнер или управляющий товарищ, которого представляет венчурная компания (venture capital firm/general partner), привлекает инвесторов, партнеров с ограниченной ответственностью (limited partners), с одной стороны, а с другой – ищет инвестиционно привлекательные компании (investee companies), то есть выступает профессиональным посредником. В международной практике управляющего товарища называют венчурным капиталистом или венчурной компанией.

Венчурная компания, привлекая ресурсы у инвесторов, резервирует полученные денежные средства, создавая фонд. Венчурный фонд можно определить как пул зарезервированных денежных средств, который принадлежит инвесторам, владеющим долями пропорционально осуществленным вложениям. Венчурный капиталист, в отличие от партнеров с ограниченной ответственностью, вкладывает незначительную сумму, например 1% от аккумулированных средств, но при этом получает право управления фондом.

Компании в начале жизненного цикла сталкиваются с многочисленными препятствиями, среди которых можно выделить следующие: проблема получения финансирования, отсутствие сильной управленческой команды. В свою очередь привлечение венчурного капиталиста помогает преодолеть указанные выше барьеры на пути становления и развития, так как финансовый посредник заинтересован в органическом росте компании.

Венчурный капиталист «проживает» вместе с портфельной компанией часть ее жизненного цикла, предоставляя финансирование от момента возникновения идеи о создании компании до момента выхода из инвестиции посредством продажи стратегическому инвестору или первичного публичного размещения (initial public offering – IPO), чем обуславливается длительность осуществления венчурных инвестиций – 7–10 лет.

Таким образом, представляется возможным выявить специфические черты реализации венчурных инвестиций на формальном рынке с помощью создания инвестиционного товарищества с ограниченной ответственностью (limited liability partnership):

- венчурная компания является финансовым посредником между инвестором и компанией-реципиентом;
- инвестиции осуществляются в собственный капитал непубличных компаний;
- команда венчурных специалистов напрямую заинтересована в увеличении стоимости компании-реципиента, для этого она активно вовлечена в инвестиционный процесс и управление компанией [Elango et al., 1995; Sapienza et al., 1996];
- стратегия инвестирования является долгосрочной;
- цель осуществления инвестиций заключается в увеличении стоимости компании посредством ее органического роста.

### **Второй подход к определению венчурных инвестиций: венчурные инвестиции представляют собой сегмент прямых инвестиций**

С целью обоснования состоятельности или несостоятельности второго подхода к определению венчурных инвестиций следует пролить свет на историю становления и развития рынка венчурных инвестиций.

Впервые осуществление венчурных инвестиций, то есть вложения в собственный капитал непубличных обществ, минуя фондовый рынок, стало возможным в 1946 г. после формирования «Американской научно-исследовательской корпорации» (American Research and Development), которая позволила коммерциализировать новые технологии, получившие свое развитие во время Второй мировой войны, и принятие закона «Об инвестициях в малый бизнес» (small business investment company act) в 1958 г.

Венчурные компании (venture capital firms) были нацелены на инвестирование в высокорискованные и потенциально высокоприбыльные проекты в технологичных отраслях экономики. Венчурные компании получали долю в собственном капитале компании-реципиента, разделяя с ней как возможные прибыли, так и риск потери. Именно этим и обусловлен тот факт, что венчурная компания принимала активное участие в управлении и была нацелена на увеличение стоимости компании-реципиента, а не только предоставляла финансирование [Gompers, 1994, с. 3–6].

Параллельно с развитием рынка прямых инвестиций (private equity) в США в Европе в 1945 г. появилась «Инвестиционно-инновационно-индустриальная» корпорация (3i/3i), основан-

ная британскими клиринговыми банками и Банком Англии для удовлетворения потребностей малого бизнеса в привлечении долгосрочного капитала [Vance, 2010, с. 3–4].

Однако стремительное развитие рынок венчурных инвестиций в США получил только в конце 1980-х годов, после принятия двух законодательных актов, а именно закона «О доходах» (Revenue Act) в 1978 г., который снизил ставку налога на доходы от прироста стоимости капитала (capital gains tax) с 49,5% до 28%; а также закона «О пенсионном обеспечении наемных работников» (Employee Retirement Income Security Act – ERISA), который разрешил пенсионным фондам инвестировать в рискованные активы [Gompers, 1994, с. 10].

Как отмечает П. Гомперс: «К началу 1980-х годов под управлением пенсионных фондов США находилось более трех триллионов долларов США» [Gompers, 1994, с. 13], поэтому хлынувший поток инвестиций в венчурную индустрию существенно изменил положение на рынке.

Появление институциональных инвесторов на рынке венчурных инвестиций привело к тому, что акцент в области венчурного инвестирования был смещен от инвестирования в компании на ранних стадиях развития в сторону компаний, находящихся на более поздних стадиях развития. Такое изменение было обусловлено тем, что институциональные инвесторы нуждались в ликвидных активах для покрытия своих обязательств, а венчурные инвестиции могли быть реализованы только в долгосрочной перспективе.

Согласно исследованию С. Каплана [Kaplan, 1991, с. 287–314], если в начале 1980 г. на долю компаний, находящихся на стадии посевной или стартовой, приходилось 25% от общего объема инвестиций, то к 1988 г. – только 12,5%, что подтверждает тот факт, что венчурные инвестиции – это долгосрочные инвестиции с горизонтом от 5 до 10 лет, а фонды, занимающиеся инвестициями в компании, находящиеся на более поздних стадиях развития, предлагали более короткие инвестиционные горизонты – менее 5 лет.

Финансирование компаний-реципиентов, находящихся на поздних стадиях развития (зачастую такие компании были публичными), требовало значительных инвестиций, которые финансовые посредники могли обеспечить только с использованием заемного капитала. Именно этим и было обусловлено появление и дальнейшее распространение сделок по выкупу компаний за счет заемных средств (leverage buyout).

Для осуществления сделок по выкупу компаний за счет заемных средств (leveraged buyout) финансовые посредники (private equity firm) привлекают долговой капитал, который составляет от 60% до 90% от покупной стоимости (purchase price), оставшаяся часть финансируется из фонда прямых инвестиций (private equity funds), которая обеспечивает инвесторам фонда долю в собственном капитале приобретаемой компании [Kaplan, Stromberg, 2009, с. 125–126].

Первая значительная сделка по выкупу публичной компании была осуществлена в 1979 г. корпорацией Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR), которая с помощью привлечения долгового финансирования приобрела Houdaille Corporation, входившую в список Fortune 500 со штатом сотрудников более 7 700 человек. В таких сделках финансовые посредники обеспечивали выкуп мажоритарной доли акционерного капитала при помощи привлечения заемных средств, а компания-реципиент впоследствии меняла организационно-правовую форму, то есть становилась непубличной компанией.

Появление нового способа осуществления инвестиций, выкуп компаний за счет заемных средств (leverage buyout) обусловили появление новых финансовых посредников – компаний, осуществляющих прямые инвестиции (private equity firms, PE) посредством привлечения инвесторов в фонды, которые получили название «фонды прямых инвестиций» (private equity fund).

Таким образом, возникновение принципиально иного способа финансирования компаний, находящихся на поздних стадиях жизненного цикла, привело к становлению и обособлению отдельной отрасли, инвестиции в которую стали называть «прямыми инвестициями» (private equity). С течением времени инвестиций в фонды, осуществляющие сделки с использованием заемного капитала (leveraged buyout), росли по экспоненте и значительно превысили объемы

инвестиций в фонды венчурного капитала. «Если в 1980 г. величина зарезервированного капитала фондами прямых инвестиций насчитывала около 0,2 триллиона долларов США, то к 2007 г. – более 200 триллионов долларов» [Kaplan, Stromberg, 2009, с. 125]. Такая тенденция обусловила повсеместное распространение термина «прямые инвестиции», это привело к тому, что термин «венчурные инвестиции», а следовательно, название финансовых посредников – венчурных компаний (venture capital firm) – и фондов, создаваемых ими, – фондов венчурных инвестиций (venture capital fund) – применялся к инвестициям, осуществляемым в компании только на ранних стадиях развития.

Для того чтобы выявить место венчурных инвестиций на рынке прямого инвестирования, можно представить два подхода, сложившиеся в зарубежной практике, которые предлагают выделение агрегированных блоков из совокупности прямых инвестиций.

А. Банс [Bance, 2004, с. 2–3] утверждают, что прямые инвестиции делятся на несколько категорий: венчурные инвестиции (venture capital), инвестиции, направленные на выкуп с использованием заемных средств (buyout), инвестиции, направленные на финансирование «особых случаев» (special situation).

Существует и другая категоризация прямых инвестиций. Например, А. Метрик и А. Ясуда [Metrick, Yasuda, 2010, с.7] предложили выделить четыре категории из совокупности прямых инвестиций: венчурные инвестиции (venture capital) мезанинные/переходные (mezzanine), инвестиции, направленные на выкуп с использованием заемных средств (buyout), инвестиции, направленные на реструктуризацию и оздоровление (distress).

Отличие двух представленных выше подходов заключается в том, что авторы второго подхода, Метрик и Ясуда, разделили категорию «инвестиций, направленных на финансирование особых случаев» на две группы: мезанинные/переходные (mezzanine) и «инвестиции, направленные на реструктуризацию и оздоровление» (distress).

На наш взгляд, наиболее приемлемую классификацию прямых инвестиций исследователи Метрик и Ясуда предложили в более поздней работе: «Venture Capital and Other Private Equity» [Metrick and Yasuda, 2010, с. 7–10]. Исследователи приходят к выводу, что прямые инвестиции можно разделить на две большие категории: венчурные инвестиции (venture capital) и инвестиции с использованием заемных средств (buyout), так как три последние группы используют заемный капитал для финансирования портфельных компаний. Для подтверждения наших выводов можно систематизировать информацию и представить ее в таблице (табл. 2).

Таблица 2

Категории прямых инвестиций

Автор	Категории прямых инвестиций			
А. Банс [Bance, 2004, с. 2–3]	Venture capital		Buyout	Special Situation
	Венчурные инвестиции		Инвестиции, направленные на выкуп с использованием заемных средств	Инвестиции, направленные на финансирование «особых случаев»
А. Метрик, А. Ясуда [Metrick and Yasuda, 2010, с. 7]	Venture capital	Mezzanine	Buyout	Distress
	Венчурные инвестиции	Мезанинные инвестиции	Инвестиции, направленные на выкуп с использованием заемных средств	Инвестиции, направленные на финансирование реструктуризации или оздоровления компании

Таким образом, при систематизации информации о сложившихся подходах к категоризации рынка прямых инвестиций представляется возможным сделать вывод, что по существу рынок прямых инвестиций можно разделить на два сегмента, а именно сегмент венчурных инвестиций и сегмент инвестиций, которые осуществляются с использованием заемных средств.

Отметим, что в зарубежной инвестиционной практике, в частности в американской, прямые инвестиции делят на категории относительно финансовых посредников (венчурная компания

или компания, осуществляющая прямые инвестиции), так как их деятельность по-разному регулируется на законодательном уровне.

Опираясь на результаты, полученные при исследовании второго подхода к определению венчурных инвестиций, представляется возможным выявить отличительные характеристики венчурных инвестиций и инвестиций с использованием заемных средств и представить их в таблице (табл. 3).

Таблица 3

**Отличительные характеристики сегментов прямых инвестиций в зарубежной практике**

Признак	Категории прямых инвестиций	
	Венчурные инвестиции (venture capital)	Инвестиции с использованием заемных средств (buyout)
Финансовые посредники, осуществляющие инвестиционную деятельность на формальных рынках	Венчурные компании venture capital firm	Компания, осуществляющая прямые инвестиции private equity firm
Организационная структура компании – реципиента инвестиций	Непубличные компании	Непубличные компании (buy-and build); публичные компании в сделках выкупа (public-to private)
Приобретаемая доля в собственном капитале компании-реципиента	Миноритарная	Мажоритарная
Источники роста стоимости компании	Внутренний органический рост	Внешние источники роста
Инвестиционный период	Более 5 лет	Менее 5 лет

**Третий подход к определению венчурных инвестиций:  
венчурные инвестиции – это инвестиции, о  
существленные на ранних стадиях финансирования**

Как было отмечено выше, венчурные инвестиции являются частью прямых. Более того, было сделано предположение, что венчурные инвестиции осуществляются на ранних стадиях финансирования компаний-реципиентов. Представляется возможным для подтверждения или опровержения данной точки зрения выявить стадии финансирования и выделить те из них, на которых осуществляются венчурные инвестиции.

Для этого исследуем методические материалы и статистические данные, которые разрабатывают и публикуют профессиональные независимые организации в области прямых и венчурных инвестиций. Для содействия в становлении и развитии индустрии прямых и венчурных инвестиций во многих странах профессиональными участниками рынка были организованы ассоциации прямого и венчурного инвестирования. Например, в Европейском Союзе была организована Европейская ассоциация венчурного инвестирования<sup>1</sup>, в США – Национальная ассоциация венчурного инвестирования<sup>2</sup>. Подчеркнем, что информацию о деятельности фондов предоставляют финансовые посредники, действующие на формальных рынках на добровольной основе с поименованными выше профессиональным организациям.

Историческое развитие рынка прямого и венчурного инвестирования происходило параллельно в Европе и США, что и обусловило наличие двух различных подходов к определению стадий финансирования, на которых осуществляются венчурные инвестиции. Оба подхода представляют интерес ввиду того, что, с одной стороны, в США зародились венчурные ин-

<sup>1</sup> European Private Equity & Venture Capital Association, EVCA, далее по тексту EVCA.

<sup>2</sup> National Venture Capital Association, NVCA, далее по тексту NVCA.



вестиции, более того, это страна с самым развитым рынком капитала и проработанной законодательной базой, которая могла бы быть использована в качестве основы для разработки законодательства в Российской Федерации; с другой стороны, в большинстве стран Европейского Союза, так же как и в Российской Федерации, действует романо-германское право, что облегчает возможную реализацию европейского опыта.

Если обратиться к годовым отчетам NVCA [NVCA, 2013, с. 98], то представляется возможным сформировать и раскрыть информацию о стадиях финансирования компаний-реципиентов, выделив те из них, на которых осуществляются венчурные инвестиции. Исследовав материалы, можно сделать вывод, что в США венчурные инвестиции осуществляются на стадиях посевной, ранней, расширения и поздней. Систематизируем информацию, представив ее в табличном виде (табл. 4.).

Таблица 4

Стадии финансирования компаний [NVCA, с. 98]

Стадия развития		Описание
Стадии финансирования, на которых осуществляются венчурные инвестиции	Посевная стадия финансирования (seed stage financing)	На данной стадии развития предоставляется небольшое количество финансирования для обоснования концептуальной основы проекта, которая включает проведение маркетингового исследования для последующей разработки продукта, создание управленческой команды, разработки бизнес-плана
	Ранняя стадия финансирования (early stage financing)	На данной стадии предоставляется финансирование для завершения разработки продукта, его тестирования, выпускается его пилотная серия
	Стадия расширения (expansion stage financing)	На данной стадии финансирование необходимо для приобретения оборотного капитала, производства и доставки продукции до потребителя. Наблюдается рост дебиторской задолженности и запасов. При этом организация может работать с прибылью или нести убытки. На данном этапе присоединяются институциональные инвесторы
	Поздняя стадия финансирования (later stage financing)	Компания достигла стабильного уровня роста, работает с прибылью, наблюдается положительный денежный поток, начинается подготовка к первичному размещению ценных бумаг

В свою очередь европейская практика осуществления прямых и венчурных инвестиций предлагает другую классификацию стадий финансирования. На основании исследования данных годовых отчетов, подготовленных EVCA, венчурные инвестиции реализуются на ранней, прочей ранней, поздней стадиях финансирования. Систематизируем информацию в таблице (табл. 5).

Таблица 5

Стадии финансирования компаний [EVCA, с. 45]

Стадия развития		Описание	
Стадии финансирования, на которых осуществляются венчурные инвестиции	Early stage Ранняя стадия	Seed stage Посевная стадия	Инвестиции направляются на исследование, разработку первоначальной концепции бизнеса
		Start-up Стартовая стадия	Инвестиции направляются для разработки продукта и проведения первых маркетинговых действий
	Other early stage Прочие ранние стадии		Инвестиции направляются на завершение разработки продукта, начальное производство и продажу. Компания-реципиент не зарабатывает прибыль
	Later stage Поздняя стадия		Инвестиции направлены на расширение производственных мощностей. На данной стадии компания может еще не приносить прибыль

Российская практика сбора и представления информации отличается от рассмотренных нами выше моделей. Российская ассоциация венчурного инвестирования<sup>3</sup> утверждает, что венчурные инвестиции осуществляются на следующих стадиях: посевная (seed); начальная (start-up); ранняя (early) (или раннего роста (early growth)), расширения (expansion) [РАВИ, 2015, с. 11].

Систематизируем рассмотренные выше подходы в табличном формате (табл. 6), что позволит наглядно продемонстрировать существующую региональную специфику при формировании данных о деятельности финансовых посредников.

Таблица 6

Название организаций	Стадии финансирования, на которых осуществляются венчурные инвестиции			
	Seed stage	Early stage	Expansion stage	Later stage
NVCA	Посевная стадия	Ранняя стадия	Стадия расшир.	Поздняя стадия
	Seed stage	Start-up	Other early stage	Later stage
EVCA	Посевная стадия	Стартовая стадия	Прочие ранние стадии	Поздняя стадия
	Early stage (Ранняя стадия)			
	Seed stage	Start-up	Early stage	Expansion stage
RVCA	Посевная стадия	Стартовая стадия	Ранняя стадия	Стадия расшир.

На основании анализа данных таблицы 6 исследованные выше модели классификации стадий финансирования компаний показывают наличие региональной специфики при систематизации информации о деятельности финансовых посредников, поэтому не представляется возможным предложить единый подход к определению венчурных инвестиций, основываясь на стадиях финансирования.

На наш взгляд, возможно рассматривать венчурные инвестиции в связке с этапами жизненного цикла компаний, а не стадиями финансирования. Ранее мы обосновали ключевые черты, определяющие венчурные инвестиции (табл. 3), одной из которых была возможность компании увеличивать свою стоимость за счет внутренних источников роста. Выявим те стадии жизненного цикла, на которых стоимость компании зависит от внутренних источников роста.

Наиболее краткую и емкую классификацию стадий жизненного цикла компаний предложил А. Дамодаран [Damodaran, 2002, с. 893-895], выделив пять этапов развития компании, на трех из которых стоимость компании зависит от внутренних источников роста. Раскроем информацию о них:

- **Старт-ап (start-up):** первоначальная стадия развития компании. «Продукт» не прошел тестирования, рынок для реализации «продукта» не определен. Компания функционирует непродолжительное время, невозможно определить аналогичные фирмы. Стоимость компании зависит от будущего потенциала роста.
- **Расширение (expansion):** на данном этапе компания достигла успеха в привлечении клиентов, а также заняла нишу на рынке, однако все еще показывает операционные убытки. Стоимость компании все еще зависит от ожидаемого роста.
- **Быстрый рост (high growth):** наблюдается стремительный рост выручки, однако темп роста чистой прибыли отстает. Активы компании имеют существенную стоимость, однако стоимость компании еще может быть увеличена за счет будущего роста.

Таким образом, венчурные инвестиции осуществляются в компанию-реципиента до тех пор, пока существуют внутренние источники роста стоимости, на следующих этапах жизненного цикла: старт-ап (start-up), расширение (expansion), быстрый рост (high growth).

<sup>3</sup> Russian Venture Capital Association, RVCA, далее по тексту RVCA.

Подчеркнем, что некоторые российские исследователи, например, И.И. Родионов, А.С. Меньшикова [Родионов, Меньшова, 2012, с. 37], не принимают во внимание тот факт, что инновационная компания на ранних стадиях жизненного цикла не имеет возможности и достаточных ресурсов для самостоятельного выхода на рынки капитала через первичное публичное размещение с целью привлечения финансирования.

Деятельность финансовых посредников на рынках прямого и венчурного инвестирования регулируется законодательством каждой отдельной страны, что накладывает ограничения, которые нельзя оставить без внимания.

На наш взгляд, представляется возможным исследовать законодательные требования к финансовым посредникам, осуществляющим венчурные инвестиции на развитых рынках капитала, с целью применения накопленного зарубежного опыта в российской правовой среде. Как мы отмечали ранее, США – это страна с самым развитым рынком капитала и проработанной законодательной базой, и представляется важным проанализировать законодательные акты, регулирующие деятельность финансовых посредников в этой стране.

В июне 2011 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Security and Exchange Commission) выпустила поправки к секции 203 (I) «Закона об инвестиционных консультантах» 1940 г. (Section 203 (I) Investment Advisers Act 1940), согласно которым, во-первых, было законодательно закреплено определение венчурного фонда; во-вторых, финансовые посредники, управляющие исключительно венчурными фондами, освобождались от регистрации и предоставления информации в соответствии с требованиями Комиссии по ценным бумагам и биржам США (exempt reporting advisers) [SEC, 2011].

В США необходимость изменения законодательства в области регулирования деятельности финансовых посредников, осуществляющих венчурные инвестиции, назрела давно, однако этот процесс оказался длительным и сложным, так как итоговые поправки должны были быть разработаны с учетом мнения профессионального сообщества, что увеличивает ценность исследования и раскрытия данной информации.

Согласно Секции 203 «Закона об инвестиционных консультантах» (Section 203 (I) Investment Advisers Act 1940), венчурным считается фонд, который соответствует установленным требованиям [SEC, 2011, с. 9]. Проанализируем и прокомментируем эти требования, систематизируя информацию в таблице (табл. 7).

Таблица № 7

#### Критерии отнесения фонда к венчурным фондам

№	Критерии	Комментарии
1.	Не более 20% зарезервированных фондом средств находится в неквалифицируемых инвестициях (unqualifying investments), за исключением краткосрочных вложений	Квалифицируемыми инвестициями (qualifying investments) считаются долевыми ценные бумаги, выпущенные квалифицируемой портфельной компанией (qualifying portfolio company). Квалифицируемые инвестиции (qualifying investments) состоят из долевыми ценных бумаг (equity securities), выпущенных портфельными компаниями, которые приобретены фондом, или обменные на долевыми бумаги портфельных компаний, а также долевыми ценные бумаги, выпущенные дочерними или ассоциированными компаниями, портфельной компании в обмен на долю в собственном капитале компании-реципиента. Под долевыми ценными бумагами (equity securities) понимают обыкновенные акции, привилегированные акции, варранты и другие конвертируемые ценные бумаги.
2.	Фонд не привлекает заемный капитал, за исключением краткосрочных заимствований или гарантий, под поручительство	Следует подчеркнуть, что требования оставляют возможность фонду инвестировать в долговые ценные бумаги (nonconvertible debt), ценные бумаги публичных компаний (publicly traded securities), предоставлять мезонинное финансирование портфельным компаниям (bridge financing to portfolio company), но величина таких инвестиций не может превышать 20% от аккумулированных средств фонда

3.	Фонд не может предоставлять своим инвесторам право обратного выкупа (redemption rights) или любого другого способа продажи принадлежащей ему доли	Redemption rights, право обратного выкупа, – право компании выкупить свои акции у инвестора, которое не может быть применено до 5–7-го года от даты начального инвестирования. Обычно у растущей компании нет средств на обратный выкуп, и приходится продавать компанию или часть активов. [NVCA, 2013, с. 214]
4.	Раскрывает свою инвестиционную стратегию существующим и потенциальным инвесторам исключительно как фонд, осуществляющий венчурные инвестиции	
5.	Освобождается от выполнения требований «Закона об инвестиционных консультантах» (Investment Advisory Act 1940) по регистрации в качестве инвестиционного консультанта	

Представляется важным уделить внимание тому, что понимают под квалифицируемой портфельной компанией. Итак, квалифицируемой портфельной компанией (qualifying portfolio company) признается компания, которая не является публичной (то есть ценные бумаги которой не котируются на организованных рынках капитала) в момент совершения инвестиций в нее венчурным фондом, что еще раз подтверждает ранее сделанные нами выводы об объекте венчурных инвестиций.

Отметим, что Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) однозначно заявляет, что ценные бумаги венчурного фонда (venture capital fund) не торгуются на организованных рынках капитала, в отличие от ценных бумаг фондов, осуществляющих прямые инвестиции (private equity fund) [SEC, 2011, с. 36–37].

Таким образом, венчурные инвестиции – это инвестиции, которые отличаются следующими признаками:

1. Инвестиции осуществляются в собственный капитал непубличных компаний.
2. Компания-реципиент инвестиций находится на следующих этапах жизненного цикла: старт-ап (start-up), расширение (expansion), быстрый рост (high growth); что отражает высокий риск таких вложений.
3. Инвестиции направлены на внутренний органический рост компании-реципиента.
4. Инвестор приобретает миноритарную долю в собственном капитале компании-реципиента, что не обеспечивает получение контроля над объектом.
5. Инвестиции являются долгосрочными.

Итак, на данном этапе работы был исследован накопленный зарубежный опыт в области осуществления венчурных инвестиций, на основании теоретических и практических материалов, а также нормативных актов, что позволило предложить определение венчурных инвестиций, раскрывая при этом их экономическую сущность.

Далее представляется важным исследовать законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальном рынке капитала Российской Федерации, с целью выявления возможных несоответствий между экономической сущностью венчурных инвестиций и требованиями нормативных актов, а также предложить возможные рекомендации по улучшению текущей ситуации.

Впервые осуществление венчурных инвестиций в Российской Федерации стало возможным после принятия Федерального закона от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», который законодательно разрешил осуществление венчурных инвестиций путем организации:

- акционерных инвестиционных фондов;
- закрытых паевых инвестиционных фондов

Процесс реализации венчурных инвестиций с помощью создания акционерного или паевого фонда осуществляется следующим образом: управляющая компания аккумулирует средства

вкладчиков и инвестирует их на основании договора доверительного управления, при этом инвесторы обладают долей в общей собственности, право на которую подтверждено ценной бумагой.

Реализация венчурных инвестиций в форме создания паевых или акционерных фондов имеет несколько существенных барьеров, которые препятствуют развитию рынка венчурного финансирования в Российской Федерации, а именно:

- законодательное ограничение круга лиц, имеющих возможность вложения в фонды венчурных инвестиций – только квалифицированные инвесторы могут осуществлять инвестиции;
- сложность организации фондов обусловлена необходимостью получения лицензии;
- законодательное ограничение объектов вложения.

Однако, как было отмечено выше, в американской практике финансовые посредники, реализующие венчурные инвестиции (venture capital fund), не имеют законодательного права на торговлю ценными бумагами на организованных рынках капитала, в отличие от ценных бумаг фондов, осуществляющих прямые инвестиции (private equity fund) [SEC, 2011, с. 36–37].

На наш взгляд, представляется возможным, во-первых, на законодательном уровне закрепить определение венчурных инвестиций и прямых инвестиций; во-вторых, ввести различные требования к финансовым посредникам, осуществляющим такие инвестиции.

Обратим внимание на законодательное ограничение объектов вложения при реализации венчурных инвестиций с помощью создания акционерных инвестиционных фондов или паевых. В частности, Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации от 28 декабря 2010 г. № 10-79/пз-н (ред. от 31 мая 2011 г.) утвердил перечень активов для акционерных и паевых инвестиционных фондов, в которые могут быть вложены средства вкладчиков, например:

- долговые инструменты;
- акции российских акционерных обществ;
- простые векселя российских акционерных обществ;
- облигации российских хозяйственных обществ;

имущественные права из опционных договоров (контрактов) и фьючерсных договоров (контрактов), базовым активом которых являются величины процентных ставок;

имущественные права из опционных договоров (контрактов), базовым активом которых являются фьючерсные договоры (контракты), базовым активом которых являются величины процентных ставок».

Ранее в работе были выявлены пять ключевых характеристик, которые определяют венчурные инвестиции, в частности, объектом вложения является собственный капитал непубличных обществ, находящихся на ранних стадиях жизненного цикла. Отметим, что именно этим и обусловлена экономическая сущность и название таких инвестиций, что отражает высокий риск вложений, так как высока вероятность того, что компания, находясь на ранних стадиях развития, может уйти с рынка.

Однако, согласно нормативным документам, регулирующим деятельность финансовых посредников на российском рынке, венчурные инвестиции могут осуществляться не только в долевой капитал публичных обществ, но и в долговой капитал публичных обществ. На наш взгляд, это не совсем корректно.

Для преодоления обозначенных выше барьеров на пути осуществления венчурных инвестиций и обеспечения возможности вложения в высокорискованные инвестиции широкому кругу инвесторов для реализации малых и средних инвестиционных бизнес-проектов был принят Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе», ко-

торый привнес в российскую бизнес-среду мировую практику осуществления коллективных инвестиций.

Структура инвестиционного товарищества, вводимая федеральным законом, максимально приближена к самой распространенной в международной практике форме осуществления венчурных инвестиций путем создания товарищества с ограниченной ответственностью. Эта форма подробно представлена выше.

Закон разрешил по договору инвестиционного товарищества соединять вклады нескольких товарищей для осуществления совместной инвестиционной деятельности без образования юридического лица для извлечения прибыли, чем значительно упростил имеющиеся способы осуществления венчурных инвестиций на формальном рынке капитала.

Был существенно расширен потенциальный круг инвесторов, в частности, субъектами инвестиционной деятельности могут выступать не только «квалифицированные инвесторы», но и:

- коммерческие организации;
- некоммерческие организации;
- иностранные организации (включая организации, не являющиеся юридическими лицами по иностранному праву)

Принятие Федерального закона от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» не только инкорпорировало в российское законодательство новый способ реализации венчурных инвестиций, но также позволило осуществлять инвестиции в долевой капитал непубличных обществ, что, как мы показали ранее, является одной из определяющих характеристик венчурных инвестиций: «Совместная инвестиционная деятельность – осуществляемая товарищами совместно на основании договора инвестиционного товарищества деятельность по приобретению и (или) отчуждению не обращающихся на организованном рынке акций (долей), облигаций хозяйственных обществ, товариществ, финансовых инструментов срочных сделок, а также долей в складочном капитале хозяйственных партнерств».

Однако, как и в рассмотренных выше нормативных документах, регулирующих реализацию венчурных инвестиций посредством создания акционерного или паевого инвестиционного фонда, на наш взгляд, в Федеральном законе «Об инвестиционном товариществе» предложен слишком широкий спектр возможных объектов инвестирования, в частности, «финансовые инструменты срочных сделок».

Согласно статье 2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», под финансовыми инструментами срочных сделок понимается ценная бумага или производный финансовый инструмент.

В свою очередь, согласно статье 143 Гражданского кодекса Российской Федерации к ценным бумагам могут относиться: «Государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг».

Если следовать нормативным документам, регулирующим процесс осуществления венчурных инвестиций, в части возможных объектов вложения, то подменяется экономическая сущность венчурных инвестиций, так как размываются границы собственно венчурных инвестиций.

Таким образом, представляется возможным заметить, что законодательное регулирование деятельности финансовых посредников, осуществляющих венчурные инвестиции на территории Российской Федерации, на сегодняшний день недостаточно проработано, так как нормативные требования не отвечают экономической сущности венчурных инвестиций, в части объектов вложения.

На наш взгляд, одним из способов решения обозначенных выше проблем представляется возможным закрепить на законодательном уровне требования к структуре активов венчурного фонда, создаваемых финансовыми посредниками. В качестве ориентира можно выбрать требования, предъявляемые законодательными актами США, в частности:

- Ввести понятие «квалифицируемые инвестиции».

Под квалифицируемыми инвестициями следует понимать долевые ценные бумаги, выпущенные квалифицируемой портфельной компанией.

Квалифицируемые инвестиции (qualifying investments) состоят из долевых ценных бумаг (equity securities), выпущенных портфельными компаниями, которые приобретены фондом, или обмененные на долевые бумаги портфельных компаний, а также долевые ценные бумаги, выпущенные дочерними или ассоциированными компаниями, портфельной компании в обмен на долю в собственном капитале компании-реципиента.

Под долевыми ценными бумагами (equity securities) понимают обыкновенные акции, привилегированные акции, warrants и другие конвертируемые ценные бумаги.

- Ограничить величину неквалифицируемых инвестиций до 20%, за исключением краткосрочных вложений.
- Обязать финансовых посредников раскрывать инвестиционную стратегию исключительно как фонд, осуществляющий венчурные инвестиции.

### Список литературы

6. Володин С.Н., Волкова В.С. Российский рынок венчурных инвестиций: актуальные проблемы и пути их решения // Корпоративные финансы. 2016. № 2 (38). С. 70–89.
7. Мюллер В.К. Англо-русский словарь. Изд. 24-е, исправленное. М.: Русский язык. 1995 г.
8. РАВИ. Глоссарий венчурного предпринимательства. 2011. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-Glossary-2011.pdf>.
9. РАВИ. Методология сбора и анализа основных параметров деятельности российских фондов прямых и венчурных инвестиций. 2015. Изд. 2-е.
10. РАВИ. Доклад экспертной группы по альтернативным инвестициям. Развитие прямых инвестиций в Европе. 2007.
11. Родионов И.И., Меньшикова А.С. Инструменты финансирования инновационных компаний – новые возможности биржи // Корпоративные финансы. 2012. № 1(21). С. 37–43.
12. Ayayi A. (2010) Venture Capital: Entrepreneurial Venture's Financing and Equity selling during the IPO (PhD Thesis), Quebec: Université du Québec.
13. Bance A. (2004) Why and how to invest in private equity: an EVCA special paper Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
14. Damodaran A. (2002) Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset, Hardcover, Wiley.
15. Divakaran, S., Shariff, M., & McGinnis, P. J. (2014) Private equity and venture capital in smes in developing countries: the role for technical assistance. World Bank Policy Research Working. Paper 6827.
16. EVCA (2015) Central and Eastern Europe Statistics 2014, Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
17. Gompers P. (1994) The Rise and Fall of Venture Capital. Business and Economic History, vol. 23, no. 2, pp. 1–24.
18. Isaksson A. (2006) Studies on the venture capital process (PhD Thesis), Sweden: Umea University.

19. Kaplan S. (1999) The Staying power of Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, vol. 29, no.5, pp. 287–314.
20. Kaplan S. and Stromberg P. (2009) Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, no. 1, pp. 121–146.
21. Metrick A. and Yasuda A. (2010) Venture Capital and Other Private Equity. Working Paper no. w16652. New Haven: Yale School of Management.
22. Metrick A. and Yasuda A. (2010) Venture capital and the finance of innovation. John Wiley and Sons, Inc. 2-nd ed.
23. NVCA (2015) National Venture Capital Association (NVCA) Year Book 2015, Washington: NVCA.
24. NVCA (2014) National Venture Capital Association (NVCA) Year Book 2013, Washington: NVCA.
25. SEC (2011) Exemptions for advisers to venture capital funds, private fund advisers with less than \$150 million in assets under management, and foreign private advisers, Washington: SEC.
26. Wright M. and Robbie K. (1998) Venture capital and private equity: a review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, no. 1, pp. 521–570.

## DO THE STATUTORY TYPES OF VENTURE INVESTMENTS IN RUSSIA'S REGULATED MARKET CONFORM TO THEIR ECONOMIC ESSENCE?

*Elena Makushina,*

*Senior Lecturer, Department of Finance,  
Faculty of Economics HSE*

*E-mail: emakushina@hse.ru*

### Abstract

The aim of this research is to propose the definition of «venture capital investments» consistent with their economic substance and to examine the relevant Russian regulations to provide possible solutions for their improvement.

In order to accomplish this goal the following issues were raised and solved: identifying the three approaches for defining venture capital investments, analyzing ways of implementing such investments, proposing the private equity market classification, examining the EVCA, NVCA, and RVCA frameworks for venture capital financing and analyzing the new requirements of the Investment Advisers Act of the United States.

As a result of the research the following goals were completed: proposing the definition of «venture capital investments»; identifying the key features of the venture capital investments organized as limited partnership; identifying the key features of venture capital investments as opposed to leverage buyout investments; analyzing the main weaknesses of the existing venture capital investments regime in Russia and proposing the possible solutions.

**Keywords:** investments, venture capital, private equity, leverage buyout, venture capital financing

**JEL:** M 410

### References

1. Ayayi A. (2010) *Venture Capital: Entrepreneurial Venture's Financing and Equity selling during the IPO* (PhD Thesis), Quebec: Université du Québec.



2. Bance A. (2004) *Why and how to invest in private equity: an EVCA special paper* Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
3. Damodaran A. (2002) *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, Hardcover, Wiley.
4. Divakaran, S., Shariff, M., & McGinnis, P. J. (2014) *Private equity and venture capital in smes in developing countries: the role for technical assistance*. World Bank Policy Research Working. Paper 6827.
5. EVCA (2015) *Central and Eastern Europe Statistics 2014*, Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
6. Gompers P. (1994) *The Rise and Fall of Venture Capital*. Business and Economic History, vol. 23, no. 2, pp. 1–24.
7. Isaksson A. (2006) *Studies on the venture capital process* (PhD Thesis), Sweden: Umea University.
8. Kaplan S. (1999) The Staying power of Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, vol. 29, no.5, pp. 287–314.
9. Kaplan S. and Stromberg P. (2009) Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, no. 1, pp. 121–146.
10. Metrick A. and Yasuda A. (2010) *Venture Capital and Other Private Equity*. Working Paper no. w16652. New Haven: Yale School of Management.
11. Metrick A. and Yasuda A. (2010) *Venture capital and the finance of innovation*. John Wiley and Sons, Inc. 2-nd ed.
12. Muller V.K. (1995) *Anglo-russkii slovar* [English-Russian Dictionary]. 24-th Revised Edition Moscow: Russky Yazyk. NVCA (2015) *National Venture Capital Association (NVCA) Year Book 2015*, Washington: NVCA.
13. NVCA (2014) *National Venture Capital Association (NVCA) Year Book 2013*, Washington: NVCA.
14. Rodionov I., Menshikova A. (2012) Instrumenty financirovaniya innovatsionnykh kompanii – novye vozmozhnosti birgy [Instruments of the Innovation Companies – New Opportunities of the Stock Exchange]. *Corporate Finance Research*, vol. 1, no 21, pp.37-43.
15. RVCA (2011) *Glossarii venchurnogo predprinimatelstva* [Private Equity Glossary], Moscow: RVCA.
16. RVCA (2015) *Metodologia sbora i analiza osnovnykh parametrov deiatelnosti rossiiskih fondov riamyh I venchurnykh investitsii* [The mythology of collecting and analysis of key parameters of the Russian private equity and venture capital funds' activity], Moscow: RVCA.
17. RVCA (2007) *Doklad ekspertnoy gruppy po alternativnym investitsiam* [Report of the Expert Group on Alternative Investment], Moscow: RVCA.
18. RVCA (2010) *Russian private and venture capital review 2010*, Moscow: RVCA
19. SEC (2011) *Exemptions for advisers to venture capital funds, private fund advisers with less than \$150 million in assets under management, and foreign private advisers*, Washington: SEC.
20. Volodin S., Volkova V. (2016) *Rossiiskii rynek venchurnykh investitsii: aktualnye problemy i puti ikh resheniya* [Russian venture investment market: current problems and solution]. *Corporate Finance Research*, vol. 2, no 38 , pp. 70-89.
21. Wright M. and Robbie K. (1998) *Venture capital and private equity: a review and synthesis*. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, no. 1, pp. 521–570.