

# БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ

**Е. Ю. Макушина**

старший преподаватель школы финансов факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Санкт-Петербург)

## ОЦЕНКА ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ДЛЯ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ В ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ

### Введение

Венчурные инвестиции неразрывно связаны с инновациями и экономическим ростом (Cheng et al., 2019; Kortum, Lerner, 2000; Popov, Roosenboom, 2013). Крупнейшие компании, являющиеся мировыми лидерами по рыночной капитализации, когда-то были новаторами, которые профинансировали венчурные фонды (Nigro, Stahl, 2021). Ученые доказали эмпирическим путем, что 56% из 4109 американских компаний, которые вышли на публичное первичное размещение (IPO) в период с 1995 по 2018 г., были профинансированы венчурными фондами, четверть из которых по состоянию на конец 2019 г. все еще котировалась на американском рынке (Lerner, Nanda, 2020). Аналогичные выводы были получены в работах несколькими годами ранее (Puri, Zarutskie, 2012; Kaplan, Lerner, 2010).

Национальная индустрия прямых и венчурных инвестиций в РФ находится на этапе становления. В 2011 г. был принят Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе»<sup>1</sup>, который имплементировал зарубежную практику реализации инвестиций венчурными фондами, организованными в форме партнерства с ограниченной ответственностью, в национальную правовую систему. Президент РФ 11 марта 2020 г. утвердил перечень поручений, среди которых «рекомендация Банку России совместно с Правительством РФ проработать вопрос о возможности размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений негосударственными пенсионными фондами в фонды прямых и венчурных инвестиций»<sup>2</sup>. Это подтверждает, что в правовом поле намечаются структурные изменения, которые приближают национальную систему функционирования рынка прямых и венчурных инвестиций к традиционной для развитых стран модели, где основным источником финансирования инноваций являются средства институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и благотворительных фондов и др.) (Divakaran et al., 2014, p. 4; Gilson, 2003, p. 1070).

Необходимость в изменениях продиктована потребностью экономики в инвестициях, однако их привлечение в наукоемкие отрасли невозможно без повышения уровня доверия со стороны инвесторов, которое обеспечивается, в том числе, понятной не только российским, но и зарубежным инвесторам информацией, раскрываемой в финансовой отчетности. Прделана значительная работа на пути реформирования национальной системы учета и отчетности в соответствии

<sup>1</sup> Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_122222/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122222/).

<sup>2</sup> Информация размещена на сайте Федеральной нотариальной палаты. URL: <https://notariat.ru/ru-ru/help/dogovory-investicionno-tovarishstva/>.

с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО). Однако остается большое количество неурегулированных вопросов, среди которых учет и раскрытие информации в отчетности финансовых вложений.

Медленное реформирование национальной учетной системы связано с отсутствием возможности оценки элементов финансовой отчетности по справедливой стоимости. Существенным аргументом применения справедливой стоимости для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных инвестиций выступает тот факт, что инвесторами фонда (партнерами с ограниченной ответственностью) являются институциональные инвесторы, которые обязаны представлять консолидированную финансовую отчетность по МСФО. Оценка инвестиций по справедливой стоимости позволяет партнерам с ограниченной ответственностью выполнять фидуциарные функции; сравнивать результаты инвестирования; использовать как национальные стандарты на развитых рынках капитала, так и МСФО (Nebb, Larsen, 2011).

Цель данной статьи заключается в разработке рекомендаций по совершенствованию национальной системы раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных инвестиций, реализованных по договору инвестиционного товарищества.

Раскрытие информации неразрывно связано с экономической природой элемента, а также юридической формой, которая определяется договорными отношениями между контрагентами. Венчурные инвестиции обладают рядом специфических характеристик, обусловленных системой взаимодействия (Hüther et al., 2019; Cumming et al., 2017) фонда и основателей компании-реципиента, которые оказывают значительное влияние на систему представления информации в финансовой отчетности.

Способ реализации инвестиций через создание венчурного фонда по договору инвестиционного товарищества является новым для национального рынка. Принимая во внимание, что Федеральный закон № 335-ФЗ был разработан с учетом адаптации к континентальной системе права Единообразного закона США о партнерстве с ограниченной ответственностью (Uniform Partnership Act Ch. 614 Limited Liability Partnerships), Закона Великобритании о партнерстве с ограниченной ответственностью 2000 г. (Limited Liability Partnership Act, 2000), важно изучить систему взаимодействия участников в партнерстве с ограниченной ответственностью.

Изложенное выше определило следующие задачи статьи: во-первых, исследовать процесс реализации инвестиций венчурными фондами, организованными через партнерство с ограниченной ответственностью; во-вторых, проанализировать национальную систему раскрытия информации в финансовой отчетности венчурных инвестиций, реализованных по договору инвестиционного товарищества; в-третьих, представить международный опыт для разработки рекомендаций по совершенствованию национальной системы учета и отчетности.

Зарубежные ученые-экономисты поднимают обширный перечень научных вопросов, связанных с оценкой стоимости венчурных инвестиций. В большом объеме представлены эмпирические работы по оценке стоимости компаний, привлекающих венчурные инвестиции. Проблематика применения традиционных методов оценки представлена в работах (Hoseini, Esfanjani, 2019; Laitinen, 2017; Barg et al., 2021; Pepis et al., 2018). Дискуссии в отношении целесообразности использования альтернативных методов оценки стоимости представлены в работах (Dehghan-Eshratabad, Albadvi, 2018; Dusatkova, Zinecker, 2016; Wessendorf et al., 2019; Montani, 2020).

Результаты эмпирических работ показывают, что венчурные фонды в большей степени оперируют рыночными данными и финансовыми показателями при расчете справедливой стоимости инвестиций, однако, инвестируя в компании, находящиеся на посевной стадии развития, уделяют внимание неформальным источникам

и нефинансовой информации. Ученые обнаружили, что фонды с большей готовностью инвестируют в те компании, где основатели имеют релевантный профессиональный опыт и успех в осуществлении предыдущих проектов (Zott, Huy, 2007; Momtaz, 2021). Другая группа исследователей (Burton et al., 2002) пришла к выводу, что для венчурных фондов немаловажное значение при принятии решения об инвестировании имеет наличие профессиональных связей основателей, занимаемые ими руководящие должности в других компаниях, наличие сторонних акционеров по отношению к основателям компании к моменту входа венчурного фонда.

Внимание ученых сосредоточено на выявлении финансовых и нефинансовых детерминант, которые влияют или определяют справедливую стоимость портфельной компании. В работе (Da'vila et al., 2009) подчеркивается, что в научной литературе в недостаточном объеме представлены исследования, подтверждающие значимость финансовой информации, которая лежит в основе оценки портфельных компаний. Исследователи (Armstrong et al., 2006; Hand, 2005) доказали, что показатели финансовой отчетности объясняют изменение стоимости непубличных и публичных компаний, при этом увеличение выручки положительно влияет на стоимость, в отличие от роста расходов. На выборке из 200 дью-дилидженс отчетов немецких компаний (Sievers et al., 2013) было выявлено, что показатели финансовой отчетности имеют аналогичную объясняющую силу так же, как и нефинансовая информация о компании-реципиенте венчурных инвестиций (наличие профессиональных компетенций, количество зарегистрированных патентов и др.).

В отечественной научной литературе исследования по теме учета венчурных инвестиций и раскрытия информации в финансовой отчетности не представлены в полном объеме, так что данная статья может хотя бы частично восполнить этот пробел.

## **Методология исследования и источники данных**

Теоретико-методологическую основу работы составили научные достижения зарубежных исследователей, а также международные документы, которые разработаны профессиональными ассоциациями, регулирующими вопросы оценки стоимости и раскрытия информации. Отметим несколько документов, которые не были инкорпорированы в национальное правовое поле, но при этом активно используются инвестиционным сообществом на развитых рынках капитала для оценки венчурных инвестиций и раскрытия информации: «Международные директивы по оценке прямых и венчурных инвестиций» (International Private Equity and Venture Valuation Guidelines, 2018), «Международные директивы по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях» (International Private Equity and Venture Capital Investor Reporting Guidelines, 2012); «Рекомендации по раскрытию информации для инвесторов» (Investor Reporting Guidelines, 2018).

### **1. Процесс осуществления инвестиций венчурным фондом**

Система функционирования самоликвидирующегося фонда закрытого типа, организованного в форме партнерства с ограниченной ответственностью (ценные бумаги которого не торгуются на рынках капитала) состоит из пяти последовательных этапов: создание фонда; осуществление инвестиций; мониторинг деятельности портфельных компаний; выход из инвестиции; закрытие фонда.

**Создание фонда.** Процесс создания фонда напрямую связан с привлечением инвесторов (Cumming, Johan, 2009). Под фондом, организованным в форме партнерства с ограниченной ответственностью, понимают пул денежных средств, созданный

на определенный срок, в течение которого партнеры с ограниченной ответственностью (инвесторы) принимают на себя обязательства внести денежные средства, пропорционально принадлежащей им доле, для осуществления инвестиций и оплаты операционных расходов, включая оплату услуг главного партнера (управляющей компании). В конце обозначенного срока фонд самоликвидируется (*self-liquidating fund*). Главный партнер принимает на себя обязательства по управлению фондом и размещению привлеченных средств, что позволяет ему вкладывать незначительную сумму в размере от 1 до 5% от величины зарезервированных средств (Fleischer, 2008).

**Осуществление инвестиций.** Этап инвестирования начинается с тщательного поиска и отбора компаний, которые потенциально могут принести высокую прибыль в будущем при выходе фонда из инвестиции (Lerner, Nanda, 2020, p. 8). Такие компании не являются публичными, находятся на пути становления (Choi et al., 2020; Akkaya, 2020), являются инициаторами технологических инноваций. Венчурные фонды инвестируют в долевой капитал компаний-реципиентов, при этом выбор финансовых инструментов, которыми структурируется раунд финансирования, определяется стадией развития компании. Венчурный фонд составляет список условий, которые включают в себя оценочную стоимость компании, величину инвестиций, права инвесторов. Если основатели компании принимают условия, то начинается этап дью-диллидженс (*due diligence*), в ходе которого происходят анализ всех аспектов деятельности компании и закрытие сделки.

**Мониторинг деятельности портфельной компании.** После того, как инвестиции осуществлены, начинается этап мониторинга деятельности портфельной компании. Венчурные фонды реализуют инвестиции в высоко рискованные и потенциально высоко прибыльные проекты в технологичных отраслях экономики, разделяя как возможные прибыли, так и риск потери, что обуславливает их активное вовлечение в управление портфельной компанией. Представители венчурного фонда участвуют в собраниях правления, принимают активную роль в назначениях на должности, осуществляют консультирование по различным вопросам в рамках полномочий, закрепленных в договоре. Венчурный фонд не только предоставляет финансирование, но также реализует нефинансовую поддержку компании в форме наставничества, сетевых ресурсов (Cumming, 2010; Black, Gilson 1999), необходимой экспертизы (Hellman, Puri, 2002).

Венчурные фонды способствуют привлечению эффективных сторонних менеджеров и директоров, обладающих навыками и опытом в конкретной бизнес-среде для успешного развития портфельной компании (Amornsiripanitch et al., 2016). Как следствие, только одна треть основателей портфельных компаний к моменту выхода на IPO остается в составе совета директоров (Baker, Gompers, 2003, p. 571).

**Выход из инвестиции.** Следующий этап для венчурного фонда — это выход из инвестиции. Под «выходом» понимают первую крупную сделку (*first majority liquidity event*) с долевыми инструментами портфельной компании, которая приносит ликвидность собственникам, при этом к выходу из инвестиции не могут быть отнесены вторичная продажа, банкротство<sup>1</sup>.

Самыми распространенными способами выхода из инвестиции является механизм первичного публичного размещения (IPO) и продажа стратегическому инвестору (Metrick, Yasuda, 2011). Ученые пришли к выводу, что более половины выходов из инвестиции венчурные фонды осуществляют через сделки слияния и поглощения (M&A), только 15% компаний-реципиентов из рассматриваемой выборки осуществили IPO (Gompers et al., 2020). При вхождении фонда стоимость

<sup>1</sup> Venture Pulse, Q1'20, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. 2020.

компании, как правило, является несущественной, однако по мере ее органического роста к моменту выхода фонда из инвестиции стоимость портфельной компании многократно возрастает (Pollman, 2012).

**Заккрытие фонда.** В зарубежной практике каждый «портфель» или фонд, в который входит от 10 до 20 компаний, формируется как отдельное партнерство. Венчурный фонд заканчивает свое существование, когда осуществлен выход из каждой портфельной компании вне зависимости от наличия или отсутствия успеха, что обеспечивает самоликвидацию фонда. В случае выхода полученная прибыль или понесенные убытки должны быть распределены между всеми партнерами. Управляющие венчурных фондов могут действовать оппортунистически при выборе времени выхода из инвестиции, преследуя цели получения ликвидности для возврата вложенного капитала инвесторам и обеспечения высокой доходности фонда, что отрицательно влияет на стоимость портфельной компании (Fried, Ganor, 2006, p. 971).

Итак, венчурные инвестиции — это вложения в собственный капитал непубличных компаний (Макушина, 2016, с. 87). Специфика реализации инвестиций заключается в том, что фонд заинтересован в органическом росте, а следовательно, в увеличении стоимости портфельной компании, что обуславливает активное вовлечение представителей фонда в управление компанией (Gompers, 1994, p. 3–6). Такая ситуация может трактоваться как оказание существенного влияния и (или) наличие контроля над объектом инвестирования со стороны венчурного фонда.

## 2. Национальная практика учета и раскрытия информации

Исследование национальных нормативных документов позволило автору сделать несколько ключевых выводов: во-первых, управляющий венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, ведет «обособленный учет операций товарищества на отдельном балансе»<sup>1</sup>, который является внутренним документом; во-вторых, каждый участник инвестиционного товарищества отражает в учете и раскрывает в финансовой отчетности внесенные им ресурсы в совместную деятельность в качестве финансовых вложений<sup>2</sup>; в-третьих, на венчурный фонд, созданный по договору инвестиционного товарищества, не распространяются требования федерального закона от 6 декабря 2011 г. № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете»<sup>3</sup> об обязательной подготовке и представлении финансовой отчетности, так как товарищество не является юридическим лицом.

Проанализируем, может ли использование положений национальных стандартов учета и отчетности формировать достоверную и релевантную информацию в финансовой отчетности. Активы при принятии к учету в качестве финансовых вложений оцениваются по первоначальной стоимости<sup>4</sup>. Для определения последующей оценки финансовые вложения классифицируются на две категории: финансовые вложения, по которым можно определить текущую рыночную стоимость, и финансовые

<sup>1</sup> Приказ Минфина России от 24 ноября 2003 г. № 105н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету “Информация об участии в совместной деятельности” ПБУ 20/03». Пункт 17. URL: <https://base.garant.ru/12134067/>. Далее по тексту ПБУ 20/03.

<sup>2</sup> Приказ Минфина России от 24 ноября 2003 г. № 105н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету “Информация об участии в совместной деятельности” ПБУ 20/03». Статья 13. URL: <https://base.garant.ru/12134067/>.

<sup>3</sup> Федеральный закон от 6 декабря 2011 г. № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете» (ред. от 2 июля 2021 г.). URL: <http://www.consultant.ru>.

<sup>4</sup> Приказ Минфина России от 10 декабря 2002 г. № 126н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету “Учет финансовых вложений” ПБУ 19/02». Статья 8. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_40251/88f48d60ea32b0c5fb1f51c32664f1b364b7e1a1/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_40251/88f48d60ea32b0c5fb1f51c32664f1b364b7e1a1/), далее по тексту ПБУ 19/02.

вложения, по которым текущую рыночную стоимость определить нельзя. В тексте нормативного документа приводится разъяснение текущей рыночной стоимости только в отношении вложений в ценные бумаги: «рыночная цена, рассчитанная в установленном порядке организатором торговли на рынке ценных бумаг»<sup>1</sup>.

Если рассматривать венчурные инвестиции исключительно как вложения в долевые инструменты непубличных компаний, ценные бумаги которых не торгуются на организованных рынках капитала, то существующая в ПБУ 19/02 модель отражения финансовых вложений в первоначальной стоимостной оценке не дает достоверной информации о стоимости инвестиций с течением времени, так как экономическая суть таких вложений заключается в увеличении стоимости компании-реципиента, что было отмечено выше.

Таким образом, анализ нормативных документов показал, что требования не отвечают современным процессам, протекающим на рынках капитала. Модель отражения венчурных инвестиций в финансовой отчетности по первоначальной стоимости не является приемлемой, так как не предоставляет пользователям релевантную и достоверную информацию.

### 3. Опыт МСФО

На развитых рынках капитала требования локальных нормативных актов обязывают главного партнера венчурного фонда, созданного в форме партнерства с ограниченной ответственностью, раскрывать информацию в финансовой отчетности, несмотря на то, что такая структура не является юридическим лицом, а также проходить обязательную процедуру ежегодного аудита финансовой отчетности (Appelbaum, Batt, 2016, p. 1–3).

Управляющие венчурными фондами в течение длительного периода времени сталкивались с трудностями при раскрытии информации в финансовой отчетности. Сложности были обусловлены системой выстраивания взаимодействия с компаниями-реципиентами, которая была описана выше. Руководствуясь приоритетом экономического содержания над юридической формой при подготовке финансовой отчетности венчурного фонда, инвестиции должны были учитываться по методу долевого участия. Ввиду того, что управление инвестициями осуществляется исходя из их справедливой стоимости, частое изменение долей участия в объекте инвестиции приводило к появлению информации в финансовой отчетности, которая не была полезной инвесторам (Применение МСФО, с. 624).

Импульсом к профессиональной дискуссии стал опубликованный проект стандарта МСФО (IFRS) 10 «Консолидированная финансовая отчетность»<sup>2</sup>, требования которого распространялись на все отчитывающиеся субъекты и обязывали представлять консолидированную финансовую отчетность по всем контролируемым компаниям вне зависимости от сферы деятельности последних. Респонденты выразили отрицательное мнение в отношении полезности и уместности раскрываемой информации в случае инвестиционных компаний. Более того, для инвестиционных компаний, осуществляющих экономическую деятельность в рамках партнерства с ограниченной ответственностью, под управлением которых были незначительные средства по сравнению со страховыми компаниями и пенсионными фондами, подготовка консолидированной финансовой отчетности приводила бы к неоправданно высоким расходам на ее составление.

<sup>1</sup> Статья 13 ПБУ 19/02.

<sup>2</sup> Приказ Минфина России от 28 декабря 2015 г. № 217н «Консолидированная финансовая отчетность: МСФО (IFRS) 10» (ред. от 27 июня 2016 г.). URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_193739/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193739/), далее по тексту МСФО (IFRS) 10.

Проблема раскрытия информации в финансовой отчетности профессиональных участников рынка была решена введением поправок к действующим стандартам: «Инвестиционные организации: применение исключения из требований о консолидации (Поправки к МСФО (IFRS) 10, МСФО (IFRS) 12, МСФО (IAS) 28)»<sup>1</sup>. Принципиально новым в указанном выше документе было имплементирование определения инвестиционных организаций, которые при выполнении всех установленных критериев освобождаются от учета инвестиций по методу долевого участия, а также от составления консолидированной финансовой отчетности и отражают инвестиции по справедливой стоимости с отнесением ее изменения в отчет о прибылях и убытках в соответствии с требованиями МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты»<sup>2</sup>.

Согласно требованиям, представленным в поправках, инвестиционная организация — это организация, которая «получает средства от одного или более инвесторов с целью предоставления данному инвестору (данному инвесторам) услуг по управлению инвестициями; принимает на себя перед инвестором (инвесторами) обязательство в том, что целью ее бизнеса является инвестирование средств исключительно для получения дохода от прироста стоимости капитала, инвестиционного дохода либо и того, и другого; и оценивает и определяет результаты деятельности практически по всем своим инвестициям на основе их справедливой стоимости»<sup>3</sup>. Инвестиционная компания также должна отвечать следующим критериям: должна иметь более одной инвестиции; более одного инвестора, среди которых есть те, которые не являются связанными сторонами; должны существовать доли участия в форме долей в капитале или аналогичного участия.

Таким образом, в юрисдикциях, где существует законодательное требование раскрытия информации в финансовой отчетности по МСФО, венчурный фонд, созданный через партнерство с ограниченной ответственностью, в случае ответственности определению «инвестиционной организации»: во-первых, является отдельным отчитывающимся субъектом согласно МСФО (IFRS) 12<sup>4</sup>; во-вторых, отражает в финансовой отчетности инвестиции по справедливой стоимости с отнесением ее изменения на финансовые результаты отчетного года в соответствии с МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты». В такой конструкции обязанность подготовки и представления финансовой отчетности фонда ложится на главного партнера (PWC, 2019, p. 12).

В качестве решения обозначенной задачи по определению оценочной категории венчурных инвестиций представляется возможным рекомендовать оценку по справедливой стоимости. Однако в национальных нормативных документах не определен термин «справедливой стоимости», что концептуально отличается от МСФО, где преобладающей базой оценки финансовых инструментов является справедливая стоимость. Перечисленные выше факты обуславливают целесообразность инкорпорирования определения «справедливая стоимость», согласно

<sup>1</sup> Приказ Минфина России от 27 июня 2016 г. № 98 «Инвестиционные организации: применение исключения из требования о консолидации: Поправки к МСФО (IFRS) 10, МСФО (IFRS) 12 и МСФО (IAS) 28». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_201954/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_201954/).

<sup>2</sup> Приказ Минфина России от 27 июня 2016 г. № 98н «Финансовые инструменты: МСФО (IFRS) 9» (ред. от 17 февраля 2021 г.). URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_202060/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_202060/), далее по тексту МСФО (IFRS) 9.

<sup>3</sup> Пункт 27, МСФО (IFRS) 1.

<sup>4</sup> Приказ Минфина России от 28 декабря 2015 г. № 217н «Раскрытие информации об участии в других организациях: МСФО (IFRS) 12». Пункт 2, 9А. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/document/?id\\_4=17120\\_mezhdunarodnyi\\_standart\\_finansovoi\\_otchetnosti\\_ifrs\\_12\\_raskrytie\\_informatsii\\_ob\\_uchastii\\_v\\_drugikh\\_organizatsiyakh](https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=17120_mezhdunarodnyi_standart_finansovoi_otchetnosti_ifrs_12_raskrytie_informatsii_ob_uchastii_v_drugikh_organizatsiyakh).

положениям МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»<sup>1</sup>, в законодательные акты РФ, регулирующие область оценки и раскрытия информации.

Не менее важным шагом на пути реформирования национальной системы учета является инкорпорирование термина «инвестиционной организации», которому должны соответствовать, в частности, венчурные фонды, созданные по договору инвестиционного товарищества. Это обусловит внесение изменений в ПБУ 19/02 в части оценки вложений инвестиционной организации по справедливой стоимости с отнесением ее изменения на результаты отчетного периода.

#### 4. Алгоритм расчета, данные для определения и единица оценки

Проблематика оценки венчурных инвестиций заключается в том, что фонд финансирует компании-реципиенты несколькими раундами. Выбор финансовых инструментов, которыми структурируется раунд, зависит, во-первых, от риска невозврата вложенных средств, во-вторых, от текущей потребности в финансировании. Следовательно, в портфеле фонда могут быть финансовые инструменты, выпущенные одной компанией, но разного ранга (например, привилегированные акции, конвертируемые долговые бумаги, обыкновенные акции, долговые бумаги), что приводит к неопределенности в отношении единицы оценки для определения справедливой стоимости инвестиций.

Нормативные документы, регулирующие оценочную деятельность в РФ — Федеральные стандарты оценки, — не содержат отдельного стандарта, регламентирующего процедуру оценки стоимости долевых финансовых инструментов, находящихся в активах инвестиционных фондов, также отсутствуют отраслевые рекомендации для венчурных фондов, созданных по договору инвестиционного товарищества. Изложенное выше обуславливает необходимость разработки алгоритма расчета справедливой стоимости.

В качестве ориентира для разработки алгоритма расчета были выбраны *IPEV Valuation Guidelines (2018)*. Они представляют лучшую мировую практику по оценке стоимости инвестиций, находящихся в портфеле фондов прямых и венчурных инвестиций, реализованных, в том числе, через партнерство с ограниченной ответственностью. Более того, рекомендации были разработаны в соответствии с требованиями МСФО и US GAAP по определению справедливой стоимости (IPEV, p. 4–5).

Предлагаемый алгоритм определения справедливой стоимости инвестиций, который могут применять венчурные фонды, созданные по договору инвестиционного товарищества, состоит из пяти последовательных действий, а именно:

- определение стоимости портфельной компании (*Enterprise Value*) с использованием соответствующих оценочных методов;
- корректировка полученной стоимости портфельной компании на величину избыточной денежной массы или обязательств и других факторов, имеющих к этому отношение (*Adjusted Enterprise Value*);
- полученную скорректированную стоимость портфельной компании уменьшить на величину финансовых инструментов, которые по своему рангу превышают (при ликвидации) инструменты, которыми владеет Фонд с учетом влияния любого инструмента, которое может вызвать размывание инвестиции Фонда, определить атрибутивную стоимость портфельной компании (*Attributable Enterprise Value*);

<sup>1</sup> Приказ Минфина России от 28 декабря 2015 г. № 217н «Оценка справедливой стоимости: МСФО (IFRS) 13». Пункт 24. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_193740/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193740/). Далее по тексту МСФО (IFRS) 13.



- атрибутивную стоимость портфельной компании распределить между соответствующими финансовыми инструментами, согласно их рангу;
- полученные суммы распределить в соответствии с величинами вкладов Фонда<sup>1</sup> в каждый финансовый инструмент, определяя тем самым справедливую стоимость (*Fair Value*) долевых инструментов портфельной компании (IPEV, 2018, p. 12).

Таким образом, расчет справедливой стоимости венчурных инвестиций начинается с определения стоимости (*Enterprise Value*) портфельной компании, что означает применение соответствующих техник и моделей, основанных на данных. Любая оценка, в том числе и оценка по справедливой стоимости, рассчитывается на основе данных. При определении справедливой стоимости данные, лежащие в основе, классифицируют на три уровня, согласно МСФО (IFRS) 13. Приоритет отдается данным, которые представляют собой котируемые цены на активных рынках для идентичных активов (исходные данные первого уровня). Далее в иерархии располагаются данные второго уровня, которые не являются котируемыми ценами, но при этом могут быть прямо или косвенно наблюдаемыми. Наименьший приоритет присваивается данным третьего уровня — ненаблюдаемым исходным данным<sup>2</sup>.

Для того чтобы предложить источники данных для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций, мы обратились к «Методике осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «РВК»». В поименованном документе источники систематизированы следующим образом в соответствии с иерархией данных, представленной в МСФО (IFRS 13). К исходным данным первого уровня относят информацию рейтинговых агентств (Standard&Poors, Returs, Moodie's, Bloomberg). Исходные данные второго уровня — это информация о венчурном рынке и сделках, размещенная на специализированных ресурсах (CBinsights, Crunchbase, Business Valuation Resources, Mergermarket); статистические обзоры по венчурному рынку, представленные национальными ассоциациями (PitchBook, InvestEurope, RAVI) или консалтинговыми компаниями. Исходные данные третьего уровня представляют собой «бухгалтерскую отчетность, финансовую модель, бизнес-план, инвестиционный меморандум, бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств, иную управленческую отчетность, инвестиционный план, расшифровки статей баланса» (Методика..., 2019).

Результаты эмпирических исследований свидетельствуют о том, что не все перечисленные выше источники исходных данных третьего уровня являются релевантными для расчета стоимости компании-реципиента. Исследователи (Kirsch et al., 2009) проанализировали 722 заявки на получение венчурного финансирования и пришли к выводу, что формальный бизнес-план не гарантирует положительного ответа со стороны фонда. Также исследователи выявили, что венчурные фонды сталкиваются с асимметрией информации при проведении переговоров с основателями, так как последние могут раскрывать только то, что будет репрезентативно для получения финансирования (Amit et al., 1993).

Американские исследователи обнаружили, что наибольшее влияние на стоимость портфельной компании оказывают компетентность, знания, наличие опыта у команды (MacMillan et al., 1987). Другая группа ученых (Manigart et al., 1997) поставила под сомнение выводы американских коллег и провела исследование с помощью анкетирования венчурных фондов Великобритании, Франции, Нидерландов и Бельгии. Результаты показали, что наиболее значимым источником информации при

<sup>1</sup> В данном случае понятия «фонд», «инвестиционное товарищество», «инвестиционная организация» являются взаимозаменяемыми.

<sup>2</sup> Параграфы 72–90, МСФО (IFRS) 13.

оценке стоимости портфельной компании является собственный дью-дилидженс (*due diligence report*), за которым, по степени важности, следуют общая согласованность бизнес-плана; финансовая отчетность, как прошедшая процедуру аудита, так и нет; финансовая модель. Интересным представляется тот факт, что данные о продукте, техническая осуществимость проекта, маркетинговые стратегии заняли только девятую строку при выстраивании данных по степени важности (Manigart et al., 1997, p. 35). Результаты более поздней работы (Tourani-Rad, England, 2003, p. 83), в основу которой было положено поименованное выше исследование, а выборка содержала ответы сотрудников венчурных фондов, зарегистрированных в Австралии, показывают, что наиболее значимыми информационными источниками, на которых основывается оценка стоимости, является общая согласованность бизнес-плана, собственный дью-дилидженс, информация о продажах и маркетинге.

Ценность изложенных выше результатов исследований заключается в том, что венчурные фонды могут ориентироваться на перечисленные источники информации, присваивая вес каждому фактору при ранжировании данных, которые впоследствии будут определять справедливую стоимость инвестиций. Как показывают результаты эмпирических работ, венчурные фонды проводят собственный дью-дилидженс, который используют впоследствии для принятия решений в отношении проведения раунда финансирования, поэтому такой источник информации следует включить в иерархию данных для расчета справедливой стоимости инвестиций.

Таблица

**Данные для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций в соответствии МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»**

№ п/п	Название уровня данных	Источники
1.	Исходные данные первого уровня	– информация рейтинговых агентств (Bloomberg, Returs, Standard&Poors, Moodie's).
2.	Исходные данные второго уровня	– информация о венчурном рынке и сделках, размещенная на специализированных ресурсах (CBinsights, Crunchbase, Business Valuation Resources, Mergermarket); – статистические обзоры по венчурному рынку, представленные национальными ассоциациями (PitchBook, InvestEurope, RAVI) или консалтинговыми компаниями.
3.	Исходные данные третьего уровня	– собственный дью-дилидженс ( <i>due diligence report</i> ); – общая согласованность бизнес-плана; – финансовая модель; – финансовая отчетность или прогнозная финансовая отчетность; – управленческая отчетность (бюджет доходов и расходов); – инвестиционный меморандум; – информация о раундах финансирования.

Источник: разработано автором.

В приведенной таблице систематизированы источники данных в соответствии с иерархией, изложенной в МСФО (IFRS) 13, которые могут быть использованы фондами венчурных инвестиций, созданными по договору инвестиционного товарищества, для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций.

В течение длительного периода времени вопрос определения единицы оценки и единицы учета был предметом дискуссий в профессиональном сообществе. Единица оценки тесно связана, но не всегда совпадает с понятием «учетной единицы» (*unit of account*), используемым для раскрытия информации в финансовой отчетности, так как для большинства финансовых инструментов под учетной единицей понимается «то, что должно быть оценено». «Учетная единица» представляет собой минимальный уровень «агрегирования», который отражает права

собственности инвесторов и выбирается с целью раскрытия информации в финансовой отчетности.

Мнение Совета по МСФО, который рассмотрел вопрос оценки инвестиций в долевые инструменты со стороны финансового и стратегического инвестора, заключается в следующем: «Инвестиции должны оцениваться как единое целое, такая оценка дает релевантную информацию об экономической сущности сделки; инвестор должен оценить все возможные факты и обстоятельства, которые влияют на справедливую стоимость таких инвестиций»<sup>1</sup>.

Если управляющие фонда намерены принимать участие в нескольких раундах финансирования, то инвестиции должны раскрываться агрегированно. Если управляющие фонда намерены реализовать долговые инструменты независимо от принадлежащих им долевых инструментов, то каждую инвестицию следует раскрывать отдельно (*disclosure for each individual instrument*) (Investor Reporting Guidelines, с. 75).

Автор согласен с тем, что при определении справедливой стоимости инвестиций венчурный фонд будет принимать решение о выборе единицы оценки исходя из намерения совершить либо однократную инвестицию, либо провести несколько раундов финансирования; а также «природы» финансовых инструментов, которыми были структурированы раунды. На наш взгляд, наиболее точное решение обозначенной выше проблемы представлено в IPEV Valuation Guidelines (2018), в которых поясняется, что концепция агрегирования была разработана для целей раскрытия информации в финансовой отчетности. В требованиях МСФО сделана попытка представить транзакцию с учетом способа владения, включая возникающие юридические права и обязанности. Однако сделки между основателями и фондом не совершаются исходя из предпосылки выбора учетной единицы (IPEV, 2018, с. 10).

Проведенное исследование позволяет разработать и представить рекомендации, которые могут использовать венчурные фонды, созданные по договору инвестиционного товарищества, для определения единой оценки:

- неоднократные инвестиции могут учитываться двумя способами: либо по справедливой стоимости совокупной доли в компании, приобретенной в результате нескольких раундов инвестирования, либо по справедливой стоимости каждой из долей, приобретенных в рамках отдельных раундов инвестирования, если каждый инвестиционный раунд независим от предыдущего;
- если потенциальный инвестор имеет возможность приобрести одну акцию непубличной компании, то единицей оценки может быть акция в отдельности.

## Выводы

Установлено, что в РФ отсутствуют единые стандарты, обеспечивающие механизм раскрытия информации венчурным фондам, что отрицательно влияет на доверие инвесторов и препятствует притоку инвестиций в экономику страны. Новый для российской практики способ реализации венчурных инвестиций по договору инвестиционного товарищества требует совершенствования существующей системы учета и отчетности.

На основании изученных эмпирических исследований было обосновано, что использование справедливой стоимости для оценки венчурных инвестиций положительно влияет на качество раскрываемой информации, представляет релевантную стоимостную оценку элементов финансовой отчетности, а также позволяет участникам финансовых рынков получать актуальную информацию.

Установлено, что в национальных законодательных актах, регулирующих оценочную деятельность и практику раскрытия информации в финансовой отчетности,

<sup>1</sup> Project: Fair value. Paper Topic: Unit of account. IASB Meeting. 18–22 March 2013.

не определен термин «справедливая стоимость», поэтому отсутствует возможность оценки по справедливой стоимости ресурсов и источников их образования, что концептуально отличается от МСФО. Таким образом, выявлена терминологическая проблема, препятствующая адаптации МСФО.

Предложен алгоритм расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций, который может быть использован фондами, созданными по договору инвестиционного товарищества.

Анализ практики раскрытия информации, существующей в МСФО, позволил сделать ряд предложений, которые могут быть использованы для внесения изменений в нормативные правовые акты, регулирующие национальную систему учета и отчетности: инкорпорировать определение «инвестиционные организации», которому должны соответствовать венчурные фонды, созданные по договору инвестиционного товарищества.

Предложено внедрить в нормативные документы, регулирующие национальную систему учета, оценки элементов финансовой отчетности по справедливой стоимости. Внести изменение в ПБУ 19/02 в части оценки финансовых вложений по справедливой стоимости, инкорпорировать требование для инвестиционных организаций оценивать произведенные вложения по справедливой стоимости с отнесением ее изменения на финансовый результат отчетного периода.

В статье определены и систематизированы источники информации согласно иерархии входных данных в соответствии с МСФО (IFRS) 13 «Оценка по справедливой стоимости», которые могут быть положены в основу для расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций. Определена единица оценки для расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций, реализованных венчурным фондом в портфельную компанию.

## Источники

*Макушина Е. Ю.* Отражают ли законодательно разрешенные способы осуществления венчурных инвестиций на формальных рынках капитала Российской Федерации их экономическую сущность? // Корпоративные финансы. 2016. № 3 (39). С. 83–99.

Методика осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «РВК» / под ред. А. Н. Басова М., 2019.

Применение МСФО: в 3 ч. / пер. с англ.; 6-е изд., перераб. и доп. М., 2011.

*Achimská V.* Start-ups, Bearers of Innovation in Globalizing Environment and their Valuation // SHS Web of Conferences. 2020. Vol. 74. N 01001.

*Akkaya M.* Startup Valuation: Theories, Models, and Future // Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses. 2020. P. 137–156.

*Amit R., Glosten L., Muller E.* Challenges to Theory Development in Entrepreneurship Research // Journal of Management Studies. 1993. Vol. 30. N 5. P. 815–834.

*Appelbaum E., Batt R.* Fees, Fees and More Fees: How Private Equity Abuses Its Limited Partners and U. S. Taxpayers // CEPR Reports and Issue Briefs. 2016. URL: [https://cepr.net/images/stories/reports/private-equity-fees-2016-05.pdf?\\_cf\\_chl\\_jschl\\_tk\\_\\_=pmd\\_37QSMbFOFaxQaQwkQQA\\_3oPLjBCXS.xN\\_jyz5UG1kYA-1634561487-0-gqNtZGzNAnujcnBszQjR](https://cepr.net/images/stories/reports/private-equity-fees-2016-05.pdf?_cf_chl_jschl_tk__=pmd_37QSMbFOFaxQaQwkQQA_3oPLjBCXS.xN_jyz5UG1kYA-1634561487-0-gqNtZGzNAnujcnBszQjR).

*Armstrong C., Davila A., Foster G.* Venture-backed Private Equity Valuation and Financial Statement Information // Review of Accounting Studies. 2006. Vol. 11. P. 119–154.

*Baker M., Gompers P.* The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering // Journal of Law and Economics. 2003. Vol. 46. N 2. P. 569–598.

*Barg J., Drobotz W., Momtaz P.* Valuing Start-up Firms: A Reverse-engineering Approach for Fair-value Multiples from Venture Capital Transactions // Finance Research Letters. 2021. Vol. 43. N 102008.

*Black B. S., Gilson R. J.* Does Venture Capital Require an Active Stock Market? // Journal of Applied Corporate Finance. 1999. Vol. 11. N 4. P. 36–48.

*Burton M. D., Sørensen J. B., Beckman C. M.* Coming from Good Stock: Career Histories and New Venture Formation / Ed. by M. Lounsbury, M. J. Ventresca // Social Structure and Organizations Revisited (Research in the Sociology of Organizations. Vol. 19). Emerald Group Publishing Limited, Bingley, 2002. P. 229–262.

Cheng C., Sun Y., Su Y., Yang S. Venture Capital, Innovation, and Growth: Evidence from Chinese Metropolitan Data // *Applied Economics Letters*. 2019. Vol. 26. N 7. P. 549–553.

Choi D. S., Sung C. S., Park J. Y. How Does Technology Startups Increase Innovative Performance? The Study of Technology Startups on Innovation Focusing on Employment Change in Korea // *Sustainability*. 2020. Vol. 12. N 2. P. 51.

Cumming D., Grilli L., Murtinu S. Governmental and Independent Venture Capital Investments in Europe: A firm-level performance analysis // *Journal of Corporate Finance*. 2017. Vol. 42. P. 439–459.

Cumming D. J., Johan S. A. *Venture Capital and Private Equity Contracting*. Elsevier. Oxford, 2009.

Dávila, A., Foster, G., Oyon, D. Accounting and Control, Entrepreneurship and Innovation: Venturing into New Research Opportunities // *European Accounting Review*. 2009. Vol. 18. N 2. P. 281–311.

Damodaran A. *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. New York University, 2009.

De Oliveira F. B., Zotes L. P. Valuation Methodologies for Business Startups: A Bibliographical Study and Survey // *Brazilian Journal of Operations & Production Management*. 2018. Vol. 15. N 1. P. 96–111.

Dehghan-Eshratabad M., Albadvi A. Applying Real Option Approach for Startup Valuation by venture capitalists in first round of financing // *Management Research in Iran*. 2018. Vol. 22. No 3. P. 21–27.

Divakaran S., McGinnis P., Masood S. Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance / The World Bank, 2014.

Dusatkova M. S., Zinecker M. Valuing Start-ups — Selected Approaches and their Modification Based on External Factors // *Business: Theory and Practice*. 2016. Vol. 17. N 4. P. 335–344.

Fleischer V. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds // *New York University Law Review*. 2008. Vol. 83. N 1. P. 55.

Gompers P. The Rise and Fall of Venture Capital // *Business and Economic History*. 1994. Vol. 23. N 2. P. 1–24.

Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. How Do Venture Capitalists Make Decisions? // *Journal of Financial Economics*. 2020. Vol. 135. N 1. P. 169–190.

Hand J. The Value Relevance of Financial Statements in the Venture Capital Market // *The Accounting Review*. 2005. Vol. 80. P. 613–648.

Hellman T., Puri M. Venture Capital and the Professionalization of Startup Companies: Empirical Evidence // *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. P. 169–197.

Hoseini S. A., Esfanjani M. H. Designing a Valuation Model for Petroleum Startups // *International Journal of Finance & Managerial Accounting*. 2019. Vol. 3. N 12. P. 95–107. URL: [http://ijfma.srbiau.ac.ir/article\\_14029.html](http://ijfma.srbiau.ac.ir/article_14029.html)

Hüther N., Robinson D., Sievers S., Hartmann-Wendels T. Paying for Performance in Private Equity: Evidence from Venture Capital Partnerships // *Management Science*. 2019. Vol. 66. N 4. P. 1509–1782.

Investor Reporting Guidelines, Section 5. Invest Europe, 2018. URL: <https://www.investeurope.eu/industry-standards/professional-standards/investor-reporting/>

Kaplan S. N., Lerner J. It ain't Broke: the Past, Present, and Future of Venture Capital // *Journal of Applied Corporate Finance*. 2010. Vol. 22. N 2. P. 36–47.

Kirsch D., Goldfarb B., Gera A. Form or Substance: The role of Business Plans in Venture Capital Decision Making // *Strategic Management Journal*. 2009. Vol. 30. N 5. P. 487–515.

Kortum S., Lerner J. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation // *RAND Journal of Economics*. 2000. Vol. 31. N 4. P. 674–692.

Laitinen E. K. Profitability Ratios in the Early Stages of a Startup // *The Journal of Entrepreneurial Finance*. 2017. Vol. 19. N 2. P. 1–28.

Lerner J., Nanda R. Venture Capital's role in Financing Innovation: what we Know and How Much we Still Need to Learn // *National Bureau of Economics Research*. 2020. Working Paper N 27492.

Metrick A., Yasuda A. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, 2011.

Momtaz P. P. CEO Emotions and Firm Valuation in Initial Coin Offerings: An Artificial Emotional Intelligence Approach // *Strategic Management Journal*. 2021. Vol. 42. N 3. P. 558–578.

Montani D., Gervasio D., Pulcini A. Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends // *International Business Research*. 2020. Vol. 13. N 9.

Nebb S., Larsen D. Fair Value, who Cares? And why they Should! // *Venture Capital Review*. 2011. Vol. 27. P. 15–22.

Nigro C. A., Stahl J. R. Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections // *European Business Organization Law Review*. 2021. Vol. 22. P. 39–86.

Pepis S., Evans J., de Jong P. The Valuation of Startups in New Markets: an Applied Case in Asbestos Mining // *International Journal of Business and Social Science*. 2018. Vol. 9. N 4. P. 10–16.

- Pollman E. Information Issues on Wall Street 2.0 // University of Pennsylvania Law Review. 2012. Vol. 161. N 1. P. 179–241.
- Popov A., Roosenboom P. Venture Capital and New Business Creation // Journal of Banking & Finance. 2013. Vol. 37. N 12. P. 4695–4710.
- Puri M., Zarutskie R. On the Lifecycle Dynamics of Venture-capital- and Non-venture-capital-financed Firms // Journal of Finance. 2012. Vol. 67. N 6. P. 2247–2293.
- Sievers S., Christopher F., Keienburg G. The Relevance of Financial Versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms // European Accounting Review. 2013. Vol. 22. N 3. P. 467–511.
- Tourani-Rad A., England B. Characteristics of Venture Capital Firms and Investment Appraisals: Australian Evidence // Journal of Entrepreneurial Finance. 2003. Vol. 8. N 2. P. 71–85.
- Valuation Guidelines / IPEV, 2018. URL: <http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf?ver=2018-12-21-085233-863>.
- Wessendorf C., Kegelmann J., Terzidis O. Determinants of Early-stage Technology Venture Valuation by Business angels and Venture Capitalist // International Journal of Entrepreneurial Venturing. 2019. Vol. 11. N 5. P. 489–520.
- Zott C., Huy Q. How Entrepreneurs use Symbolic Management to Acquire Resources // Administrative Science Quarterly. 2007. Vol. 52. N 1. P. 70–105.

## References

- Achimská V. Start-ups, bearers of innovation in globalizing environment and their valuation. *SHS Web of Conferences*, 2020, vol. 74, iss. 01001.
- Akkaya M. Startup Valuation: Theories, Models, and Future. *Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses*, 2020, pp. 137–156.
- Amit R., Glosten L., Muller E. Challenges to theory development in entrepreneurship research. *Journal of Management Studies*, 1993, vol. 30, iss. 5, pp. 815–834.
- Appelbaum E., Batt R. Fees, Fees and More Fees: How Private Equity Abuses Its Limited Partners and U.S. Taxpayers. *CEPR Reports and Issue Briefs*, 2016. Available at: [https://cepr.net/images/stories/reports/private-equity-fees-2016-05.pdf?\\_cf\\_chl\\_jschl\\_tk\\_\\_=pmd\\_37QSMbFOFaxQaQwkQQA\\_3oPLjBCXS.xN\\_jyzSUG1kYA-1634561487-0-gqNtZGzNAnujcnBsZQjR](https://cepr.net/images/stories/reports/private-equity-fees-2016-05.pdf?_cf_chl_jschl_tk__=pmd_37QSMbFOFaxQaQwkQQA_3oPLjBCXS.xN_jyzSUG1kYA-1634561487-0-gqNtZGzNAnujcnBsZQjR)
- Armstrong C., Davila A., Foster G. Venture-backed Private Equity Valuation and Financial Statement Information. *Review of Accounting Studies*, 2006, vol. 11, pp. 119–154.
- Baker M., Gompers P. The determinants of board structure at the initial public offering. *Journal of Law and Economics*, 2003, vol. 46, iss. 2, pp. 569–598.
- Barg J., Drobetz W., Momtaz P. Valuing start-up firms: A reverse-engineering approach for fair-value multiples from venture capital transactions. *Finance Research Letters*, 2021, vol. 43, iss. 102008.
- Black B. S., Gilson R. J. Does venture capital require an active stock market? *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999, vol. 11, iss. 4, pp. 36–48.
- Burton M. D., Sørensen J. B., Beckman C. M. Coming from good stock: Career histories and new venture formation / Lounsbury M., Ventresca M. J. (Ed.). *Social Structure and Organizations Revisited (Research in the Sociology of Organizations, vol. 19)*. Emerald Group Publishing Limited, Bingley, 2002, pp. 229–262.
- Cheng C., Sun Y., Su Y., Yang S. Venture capital, innovation, and growth: evidence from Chinese metropolitan data. *Applied Economics Letters*, 2019, vol. 26, pp. 549–553.
- Choi D. S., Sung C. S., Park J. Y. How Does Technology Startups Increase Innovative Performance? The Study of Technology Startups on Innovation Focusing on Employment Change in Korea. *Sustainability*, 2020, vol. 12, iss. 2, pp. 51.
- Cumming D. J., Grilli L., Murtinu S. Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 42, pp. 439–459.
- Cumming D. J., Johan S. A. *Venture capital and private equity contracting*. Elsevier, Oxford, 2009.
- Dávila A., Foster G., Oyon D. Accounting and control, entrepreneurship and innovation: venturing into new research opportunities. *European Accounting Review*, 2009, vol. 18, iss. 2, pp. 281–311.
- Damodaran A. *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. Stern School of Business, New York University, 2009.
- De Oliveira F. B., Zotes L. P. Valuation methodologies for business startups: A bibliographical study and survey. *Brazilian Journal of Operations & Production Management*, 2018, vol. 15, iss. 1, pp. 96–111.
- Dehghan-Eshraty M., Albadvi A. Applying real option approach for startup valuation by venture capitalists in first round of financing. *Management Research in Iran*, 2018, vol. 22, iss. 3, pp. 21–27.
- Divakaran S., McGinnis P., Masood S. *Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance*. The World Bank. Capital Markets Practice, 2014.

- Dusatkova M. S., Zinecker M. Valuing start-ups — selected approaches and their modification based on external factors. *Business: Theory and Practice*, 2016, vol. 17, iss. 4, pp. 335–344.
- Fleischer V. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. *New York University Law Review*, 2008, vol. 83, No. 1, pp. 55.
- Gompers P. The Rise and Fall of Venture Capital. *Business and Economic History*, 1994, vol. 23, iss. 2, pp. 1–24.
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 2020, vol. 135, iss. 1, pp. 169–190.
- Hand J. The value relevance of financial statements in the venture capital market. *The Accounting Review*, 2005, vol. 80, pp. 613–648.
- Hellman T., Puri M. Venture capital and the professionalization of startup companies: Empirical evidence. *Journal of Finance*, 2002, vol. 57, pp. 169–197.
- Hoseini S. A., Esfanjani M. H. Designing a Valuation Model for Petroleum Startups. *International Journal of Finance & Managerial Accounting*, 2019, vol. 3, iss. 12, pp. 95–107. Available at: [http://ijfma.srbiau.ac.ir/article\\_14029.html](http://ijfma.srbiau.ac.ir/article_14029.html).
- Hüther N., Robinson D. T., Sievers S., Hartmann-Wendels T. Paying for Performance in Private Equity: Evidence from Venture Capital Partnerships. *Management Science*, 2019, vol. 66, No 4, pp. 1509–1782.
- Investor Reporting Guidelines, Section 5. *Invest Europe*, 2018. Available at: <https://www.investeurope.eu/industry-standards/professional-standards/investor-reporting/>.
- Kaplan S. N., Lerner J. It ain't broke: the past, present, and future of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2010, vol. 22, N 2, pp. 36–47.
- Kirsch D., Goldfarb B., Gera A. Form or substance: The role of business plans in venture capital decision making. *Strategic Management Journal*, 2009, vol. 30, iss. 5, pp. 487–515.
- Kortum S., Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 2000, vol. 31, No 4, pp. 674–692.
- Laitinen E. K. Profitability Ratios in the Early Stages of a Startup. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 2017, vol. 19, iss. 2, pp. 1–28.
- Lerner J., Nanda R. *Venture capital's role in financing innovation: what we know and how much we still need to learn*. National Bureau of Economics Research, 2020. Working Paper iss. 27492.
- Makushina E. Yu. Otrazhaiut li zakonodatel'no razreshennye sposoby osushchestvleniia venchurnykh investitsii na formal'nykh rynkakh kapitala Rossiiskoi Federatsii ikh ekonomicheskuiu sushchnost'?' [Do the legally permitted ways of implementing the financial capital markets of the Russian Federation reflect their economic essence?]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2016, vol. 3 (39), pp. 83–99. (In Russian)
- Metodika osushchestvleniia otsenki spravedlivoi stoimosti aktivov, sostavliaiushchikh investitsionnyi portfel' AO «RVK»* [Methodology for assessing the fair value of assets that make up the investment portfolio of RVC JSC]. Pod red. Basova A. N. [Ed. Basova]. Moscow, 2019. (In Russian)
- Metrick A., Yasuda A. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, 2011.
- Momtaz P. P. CEO emotions and firm valuation in initial coin offerings: An artificial emotional intelligence approach. *Strategic Management Journal*, 2021, vol. 42, iss. 3, pp. 558–578.
- Montani D., Gervasio D., Pulcini A. Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends. *International Business Research*, 2020, vol. 13, iss. 9, pp. 31–41.
- Nebb S., Larsen D. Fair value, who cares? And why they should! *Venture Capital Review*, 2011, vol. 27, pp. 15–22.
- Nigro C. A., Stahl J. R. Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections. *European Business Organization Law Review*, 2021, vol. 22, pp. 9–86.
- Pepis S., Evans J., de Jong P. The Valuation of Startups in New Markets: an Applied Case in Asteroid Mining. *International Journal of Business and Social Science*, 2018, vol. 9, iss. 4, pp. 10–16.
- Pollman E. Information Issues on Wall Street 2.0. *University of Pennsylvania Law Review*, 2012, vol. 161, No. 1, pp. 179–241.
- Popov A., Roosenboom P. Venture capital and new business creation. *Journal of Banking & Finance*, 2013, vol. 37, No. 12, pp. 4695–4710.
- Primenenie MSFO v 3 ch. [Application of IFRS in 3 parts.]*. Per. s angl.; 6-e izd., pererab. i dop. [Per. from English; 6th ed., Rev. and add]. Moscow, 2011. (In Russian)
- Puri M., Zarutskie R. On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital-financed firms. *Journal of Finance*, 2012, vol. 67, iss. 6, pp. 2247–2293.
- Sievers S., Christopher F. M., Keienburg G. The Relevance of Financial versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms. *European Accounting Review*, 2013, vol. 22, iss. 3, pp. 467–511.
- Tourani-Rad A., England B. Characteristics of venture capital firms and investment appraisals: Australian evidence. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 2003, vol. 8, iss. 2, pp. 71–85.
- Valuation Guidelines*. IPEV, 2018. Available at: <http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf?ver=2018-12-21-085233-863>.
- Wessendorf C. P., Kegelmann J., Terzidis O. Determinants of early-stage technology venture valuation by business angels and venture capitalist. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 2019, vol. 11, No 5, pp. 489–520.
- Zott C., Huy Q. N. How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources. *Administrative Science Quarterly*, 2007, vol. 52, iss. 1, pp. 70–105.