

Интернационализация венчурного капитала

Вызовы и возможности

Т. Гштраунталер*, Г.С. Сагиева**



Среди существующих инструментов поддержки инновационного бизнеса венчурный капитал для многих начинающих компаний оказывается единственным, но вместе с тем труднодоступным ресурсом. Являясь своеобразным фильтром, он открывает дорогу проектам лишь самой высокой «пробы». Работая в условиях повышенного финансового риска, венчурные инвесторы руководствуются логикой, ориентированной на ожидаемую рынком новизну.

Авторы раскрывают сущность этой логики и практикуемые в венчурной сфере бизнес-модели и стратегии. В статье оценивается вклад венчурной индустрии в экономический рост, анализируются проблемные зоны и факторы, стимулирующие ее развитие.¹

Ключевые слова: венчурный капитал, инновационная компания, стартап, рынок капитала, венчурные инвестиции, венчурный инвестор, венчурный фонд, региональная модель

* Гштраунталер Томас — ведущий научный сотрудник, Лаборатория экономики инноваций, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ. Адрес: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 101000, Москва, Мясницкая ул., 20. E-mail: tgstraunthaler@hse.ru

** Сагиева Галина Сибгатулловна — заведующая отделом исследований интеллектуальной собственности и трансферта технологий ИСИЭЗ НИУ ВШЭ. Адрес: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 101000, Москва, Мясницкая ул., 20. E-mail: sagieva@hse.ru

¹ Статья подготовлена в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ.

Актуальность венчурной индустрии

На начальном этапе развития компании испытывают многочисленные трудности, прежде всего дефицит финансовых средств. Использование заемного капитала (если его вообще удастся привлечь) впоследствии лишь ведет к увеличению затрат за счет выплат процентов по кредитам. Многие эксперты считают ограниченный доступ к капиталу одним из самых серьезных препятствий, с которым сталкиваются перспективные предприниматели [Evans, Jovanovich, 1989; и др.]. Этот фактор сдерживает появление и развитие новых предприятий, особенно в высокотехнологичных секторах, что в итоге может негативно повлиять на всю экономику. Указанная проблема особенно остро проявляется в развивающихся странах [Berger, Udell, 1998]. Ее широкое обсуждение в экономической литературе свидетельствует о значимости функционирующих рынков капитала как движущей силы экономического развития (см., в частности, [Schumpeter, 1911; Rajan, Zingales, 1998]).

Почему же перспективным стартапам так трудно привлечь инвестиции? В качестве одной из ключевых проблем отметим недостаточную информированность возможных инвесторов о проекте [Greenwald et al., 1984]. Размещение акций стартапов — типичный случай проявления известного феномена, называемого «проблемой “лимона”» (lemon problem) [Akerlof, 1970]². Компании, испытывающие острую потребность в финансировании, лишь начинают свою деятельность, их перспективы неясны, а потенциал развития не очевиден для внешних наблюдателей. Финансовые институты, проявляющие особенную осторожность, такие как банки, не практикуют венчурное инвестирование, несмотря на привлекательную перспективную отдачу, так как не располагают компетенциями в оценке потенциала бизнеса на быстро развивающихся рынках. Далеко не все проекты исследований и разработок (ИиР) завершаются достижением значительных результатов, а итоги интеллектуальной деятельности не всегда приводят к получению ожидаемых эффектов. К тому же, продуктами научно-технической деятельности могут воспользоваться многочисленные конкуренты.

Наконец, существует вероятность, что менеджмент компании-бенефициара неэффективно потратит выделенные средства, обеспечив скорее личное обогащение, чем жизнедеятельность компании. К примеру, мотивация начинающей биотехнологической компании к выполнению заявленной программы исследований может значительно снизиться уже с момента получения первого транша инвестиций.

В силу указанных причин финансирование подобных проектов априори сопровождается высокими рисками. Их предупреждение и минимизация негативных последствий требуют от инвестора

значительных затрат, активного участия в управлении собственными вложениями и поддержки тесных личных связей. Он должен обеспечивать вложенным средствам более жесткий контроль, чем, к примеру, держатель облигаций. Многие инвесторы не готовы проявить столь активную вовлеченность, другие попросту не могут этого сделать из-за отсутствия необходимых компетенций либо наличия законодательных ограничений [Jensen, 1993].

Венчурные капиталисты специализируются именно на участии в подобных рискованных инициативах. Обладая необходимыми знаниями и опытом в оценке инвестиционных возможностей, они выступают в роли финансовых посредников в привлечении других инвесторов, располагают необходимыми временными и финансовыми ресурсами для проведения тщательного аудита, по итогам которого и принимают окончательное решение.

Венчурный капитал — одна из немногих концепций, которая характеризуется столь противоречивыми оценками. С одной стороны, рискованные инвесторы воспринимаются как провидцы, предвосхищающие появление будущих инноваций, с другой — как «креатуры обратной стороны капитализма», стремящиеся заработать капитал на новаторских идеях ученых и изобретателей. Что же все-таки представляет собой венчурный капитал на самом деле?

Индустрия венчурного капитала включает широкий спектр видов финансовой деятельности, от инвестирования на ранней стадии проекта (при отсутствии собственных оборотных средств у предприятия) до привлечения частного акционерного капитала на последующих этапах. Венчурные инвестиции вливаются в акционерный капитал (equity financing) в обмен на долю в уставном капитале или акции компании либо предоставляются в форме инвестиционного кредита (debt financing), как правило, на срок от 2 до 7 лет. В отличие от стратегических инвесторов или партнеров провайдеры венчурного акционерного капитала не стремятся приобрести контрольный пакет акций, который остается у руководства компании, особенно на раннем этапе проекта.

Венчурный капитал остается важным источником поддержки новых предприятий и, следовательно, ключевым драйвером экономического роста, особенно для предпринимательского сектора в США [Neck et al., 2003]. Радикальное отличие подобных инвесторов от других рыночных игроков заключается в наборе предоставляемых ими услуг, что обуславливает повышенный интерес к ним. Они не просто «вливают капитал», а оказывают руководящую и наставническую поддержку подопечным компаниям [Barry, 1994]. В случае успеха венчурный инвестор получает вознаграждение, в несколько раз превышающее сумму вложенных средств. Интерес венчурных капиталистов лежит, прежде всего, в плоскости быстрорастущих, многообещающих, но

² На сленге американских экономистов «лимоном» называют продукт, в качестве которого потребитель не может быть уверен. Речь идет о феномене асимметрии рыночной информации: продавец в гораздо большей степени осведомлен о недостатках предлагаемого им продукта, чем покупатель. — Прим. ред.

вместе с тем, высоко рискованных секторов, таких как биотехнологии, ИКТ, производство программного обеспечения и т. п.

Обычно венчурные инвесторы вступают в игру после прохождения проектом «посевной» стадии финансирования (seed funding), а именно — на этапе роста (раунд серии А). Они нацелены на извлечение прибыли после первичного публичного размещения акций компании (initial public offering, IPO) или ее продажи.

Венчурные капиталисты рискуют избирательно, но по-крупному. Они активно участвуют в создании добавочной стоимости, в управлении инвестициями и зачастую вносят весомый вклад в их успех [Jeng, Wells, 2000]. Для этого они привлекают посредников, например специалистов по патентному праву, способствуют необходимому притоку высококвалифицированных работников, включаются в корпоративное управление инвестируемыми компаниями, таким образом снижая риски для других внешних контрагентов.

Поскольку основные активы стартапов носят скорее нематериальный характер, классические формы корпоративного управления для них мало применимы. Например, IPO, подготовленные фондами венчурного капитала со сложившейся рыночной репутацией, приносят гораздо более высокие прибыли в сравнении с другими источниками.

Венчурные средства предоставляются в основном через независимые фонды. В них аккумулируется капитал различных традиционных финансовых институтов — как национальных, так и зарубежных (финансово-промышленных групп, банков, страховых компаний и пенсионных фондов), — а также сбережения населения и средства государства, выделяемые различными министерствами и ведомствами на программы поддержки предпринимательства, в том числе в высокотехнологичных отраслях. При этом венчурные фонды, специализирующиеся на работе со стартапами, используют преимущественно государственные средства, в то время как фонды, сотрудничающие с более зрелыми компаниями, финансируют их в основном из средств частных и корпоративных источников.

Венчурная индустрия: история и современность

Современная венчурная индустрия зародилась в Соединенных Штатах, которые и по сей день остаются местом ее наибольшей концентрации. На долю США приходится более 3/4 объема мирового венчурного капитала. Пионером венчурного инвестирования стала Американская корпорация исследований и разработок (American Research and Development Corporation), основанная после Второй мировой войны [Bygrave, Timmons, 1999]. Первой компанией, сумевшей привлечь рискованный капитал, принято считать Fairchild Semiconductors, созданную в 1957 г. для производства кремниевых транзисторов. В настоящее время в Кремниевой долине функционируют свыше 600 венчурных компаний и фондов. Такие компьютерные гиганты, как

Apple, Compaq, Sun Microsystems, Microsoft, Lotus, Intel, своим развитием во многом обязаны именно венчурному капиталу. Благодаря ему стало возможным стремительное развитие новых секторов, в том числе производства персональных компьютеров и биотехнологий.

Несмотря на наличие громких «историй успеха», до начала 1980-х гг. венчурная индустрия оставалась сравнительно маломасштабной. Совокупного оборота в 1 млрд долл. ей удалось достичь лишь в 1982 г. Стремительный рост начался в 1990-х гг., пик развития продолжался вплоть до краха «доткомов» в 1998–2000 гг. Причем если в 1999 г. общий объем капиталовложений в национальные компании США составил 56 млрд долл., то в 2000 г. около 5000 портфельных компаний получили инвестиции на сумму 100 млрд долл. [Neck et al., 2003].

В ряде европейских стран рост рискованного предпринимательства зафиксирован в начале 1980-х гг. Во многом он объяснялся повышением интереса менеджеров к приобретению управляемых ими компаний. Вплоть до начала 1990-х гг. инвестирование в акции частных фирм в европейских странах, за исключением Великобритании и Нидерландов, оставалось на довольно низком уровне. Треть всего объема венчурных средств предоставлялась банками, ориентированными на относительно безопасные вложения. В Европе отсутствовал ликвидный транснациональный фондовый рынок для малых фирм, аналогичный NASDAQ в США. Однако во второй половине 1990-х гг. с развитием рынков ценных бумаг венчурное финансирование и здесь испытало резкий подъем. Так, в 1997 г. по сравнению с предыдущим годом венчурные инвестиции в Германии выросли более чем в 6,5 раз, а в Швеции — почти в 20 раз.

Предпочтение отдавалось в основном компаниям, находящимся на ранней стадии развития: с 1993 по 1997 г. вложенный в них капитал в общеевропейском масштабе увеличился более чем втрое. Сумма венчурных инвестиций в период с 1996 по 2000 г. превысила 91 млрд евро, из них в высокотехнологичный сектор поступило свыше 25 млрд евро. Капиталовложения в малые высокотехнологичные фирмы составили 25% от общего объема. Если в 1997 г. 6000 компаний получили 9,7 млрд евро венчурных инвестиций, то уже в 2001 г. их сумма в странах ЕС увеличилась до 24,5 млрд евро. В настоящее время в странах ЕС насчитывается более 500 венчурных фондов и компаний, 320 из которых являются членами Европейской ассоциации венчурного капитала (European Venture Capital Association), основанной в 1973 г. В последние годы во многих странах Европы — Германии, Финляндии и др., — а также в Израиле зафиксирован значительный рост венчурной индустрии.

С начала 2000-х гг. венчурный капитал стал поступать в развивающиеся страны Юго-Восточной Азии, в первую очередь в Китай, Республику Корея и Сингапур. Этот процесс был обусловлен поиском венчурными фондами новых возможностей инвестирования растущих объемов накопленного

капитала после краха «доткомов» в странах их происхождения.

Распространение венчурного инвестирования отмечено и в европейских странах с переходной экономикой. Подобные наблюдения свидетельствуют о растущей интернационализации венчурного капитала, его свободной и стремительной миграции в поисках оптимальных инвестиционных возможностей. Выявлено, что около 50% средств в европейские и азиатские фонды венчурного капитала поступают из зарубежных источников [Gompers, 2005].

Одним из основных очагов концентрации мирового рискованного капитала остается Китай. До 1998 г. приток венчурных средств в страну был весьма ограниченным, что побудило правительство ввести ряд стимулирующих мер. В результате объемы финансирования начали стремительно увеличиваться, и уже в 2001 г. в Китае и Гонконге сосредоточилось почти 30% частных инвестиций, поступавших в Азию. К середине 2002 г. объем венчурных средств, привлеченных в континентальный Китай, составил 1.57 млрд долл., а в 2003 г. такая же сумма была инвестирована в частный акционерный капитал за рубежом.

Международные венчурные институты играют крайне важную роль в наращивании знаний и социального капитала стартапов в регионах, не охваченных мощными источниками финансирования [Maula, Mäkelä, 2003]. Кроме того, присутствие иностранных венчурных капиталистов, как правило, стимулирует активность местных инвесторов, что можно видеть на примере Китая. Прогрессу венчурной индустрии на локальном уровне, особенно в развивающихся странах, препятствует множество факторов, в частности отсутствие необходимого опыта [Ray, 1991]. Принимая во внимание бурный рост стартапов и другие сопутствующие эффекты для местных инвесторов, вызванные привлечением международного венчурного капитала, не удивительно, что данная сфера продолжает укрепляться и в России.

Российская индустрия венчурного капитала значительно менее масштабна, чем в Китае, хотя зародилась раньше. Средний процент от инвестиций на сумму 600 млн долл., вложенных в 300 проектов в период с 1994 по 2001 г., составил 16%. В начале 1990-х гг. благодаря дополнительным венчурным средствам, поступившим от международных институтов, таких как Международный валютный фонд и Европейский банк реконструкции и развития, были образованы 10 региональных фондов с общим объемом капитала 320 млн долл. [TACIS, 2001]. На сегодняшний день о своем присутствии в России заявили более 40 венчурных фондов с суммарными активами не менее 4.3 млрд долл. На территории страны размещены представительства 30 компаний, управляющих венчурными фондами [Алипов, Самохин, 2009]. Примечательно, что 27% венчурного капитала было вложено в производственный сектор РФ, 9% — в медицину и фармакологию, 5% — в производство упаковки и лишь 25% — в классические высокотехнологичные

стартапы [Batjargal, 2007]. Значительные объемы средств инвестируют корпоративные венчурные фонды «Лукойла», «Роснефти» и др. Довольно активную деятельность ведет ОАО «Российская венчурная компания» (РВК), созданная в 2006 г. для управления государственными венчурными фондами и имеющая статус института развития. РВК инвестирует средства в венчурные фонды, учреждаемые совместно с частными инвесторами. Число фондов, сформированных РВК, достигло двенадцати, из них два находятся под зарубежной юрисдикцией. Совокупный капитал фондов составляет 25.5 млрд руб., доля РВК — более 15 млрд руб. К сентябрю 2011 г. РВК проинвестировала 76 инновационных компаний на сумму 8.3 млрд руб. [Российская венчурная компания, 2011].

Механизм принятия решений о венчурном инвестировании

Принятию решений и оценке прибыльности в венчурном инвестировании посвящено большое число исследований. Однако многим из этих, преимущественно эмпирических, работ присущи методологические недостатки, в частности — ретроспективная отчетность и использование анкетных вопросов вместо реальной оценки. Тем не менее, их анализ показывает, что при принятии решений венчурные капиталисты во всем мире руководствуются примерно одними и теми же факторами [Knight, 1994; Rahn et al., 1994]. Несмотря на то, что этот процесс часто описывают как непрозрачный и почти таинственный, литература по стратегическому менеджменту демонстрирует, что он протекает по схожим схемам [Shepherd, 1999]. Венчурные капиталисты проверяют соответствие ключевых компетенций предприятия базовым факторам успеха в соответствующем секторе. Проведенные ранее эмпирические исследования свидетельствуют, что анализ выживаемости новых предприятий и потенциальной производительности — одно из основных направлений анализа в стратегическом менеджменте [там же]. В их фокусе — рынки, характер конкурентных взаимодействий и состав руководства. Для наращивания своих конкурентных преимуществ в виде специальных знаний многие венчуристы фокусируются только на одном секторе, например, биотехнологиях. Кроме того, венчурные игроки оценивают, как менеджмент планирует позиционировать свою компанию на рынке. Поскольку большинство новых высокотехнологичных рынков нестабильны, венчуристы «тестируют» способность менеджмента адаптироваться к изменениям внешней среды.

Так как венчурные капиталисты ориентированы на сверхприбыли, им необходима уверенность в том, что инвестируемая компания останется во главе конкурентной гонки достаточно длительное время. Этот фактор приобретает критическое значение при отсутствии развитой системы патентования. Таким образом, предметом первоочередного интереса инвесторов становятся входные барьеры, продлевающие срок действия «преимущества первопроходца» — до тех пор, пока оно не будет

устранено догоняющими компаниями. Долгий период лидирования необходим не только для капитализации ранее вложенных инвестиций в ИиР, но и для совершенствования новыми компаниями своей продукции и услуг. Кроме того, это позволяет менеджменту приобрести опыт, поставить новые задачи, перераспределить функции, создать неформальные структуры, установить стабильные связи со стейкхолдерами и т. п. Однако, если предприятие ориентировано на еще не существующие рынки, одного наличия перспективного продукта или услуги, масштабируемой бизнес-модели и длительного времени лидирования может оказаться недостаточно. В подобных случаях (например, в секторе ИКТ или биотехнологий) компания должна продемонстрировать освоение компетенций и ресурсов, которые позволят привлечь внимание рынка, другими словами, обладать «способностью к обучению» (*educational capability*).

Один из важнейших вопросов, на который рискованные игроки ищут ответ, если не самый важный, — действительно ли руководство инвестируемой компании готово к успешному воплощению намеченного бизнес-плана [Dixon, 1991]. Для этого они руководствуются такими критериями, как степень компетентности соискателя финансирования в соответствующем секторе, личные обязательства перед создающейся компанией, предыдущий опыт работы со стартапами. Исследования, посвященные оценке роли специальных знаний [Cooper, 1986; Bruderl et al., 1992], показывают, что опыт деятельности в определенном секторе является чрезвычайно значимым атрибутом для успешного начала проекта [Roure, Maidique, 1986]. В условиях интенсивно растущих высокотехнологичных рынков нет времени на обучение, поскольку возможности возникают там очень быстро, и наличие опытной команды менеджеров становится жизненно необходимым [Feeser, Willard, 1990].

Региональная специфика рынков венчурного капитала

Несмотря на то, что венчурные капиталисты, принимая решение об инвестировании, чаще всего руководствуются одними и теми же критериями, траектории развития венчурной индустрии в отдельных государствах существенно различаются, что осложняет проведение межстрановых сопоставлений. Так, сравнительный анализ по Германии, Израилю, Японии и Великобритании [Mayer et al., 2005] продемонстрировал существенные отличия в динамике развития венчурной сферы, инвестиционных стратегиях, схемах и источниках финансирования. Они иллюстрируются разбросами значений таких показателей, как объем средств и инвестиционная политика пенсионных фондов на рынках Европы, США и Азии [Megginson, 2004].

Например, развитая индустрия венчурного капитала в США ориентирована на новые технологии (доля инновационных высокотехнологичных компаний в общем числе проинвестированных предприятий составляет 60%) и охватывает различные

типы инвесторов, включая пенсионные фонды, страховые компании и частных лиц. Европейская венчурная индустрия значительно моложе, ее основные игроки — банки, а фокус — на ключевых секторах рынка. В Западной Европе венчурный капитал выделяется в основном на цели развития. Отметим, что в 1990-х гг. по мере увеличения объемов финансирования венчурные инвестиции в этом регионе стали смещаться в зону низких рисков и, соответственно, меньшей прибыльности. Японские венчурные игроки являются, как правило, дочерними подразделениями финансовых институтов, которые осуществляют прямые инвестиции в надежные компании, преимущественно в форме кредитов. В развивающихся экономиках, к которым относится и Россия, основными источниками капитала являются средства банковского и государственного секторов.

Географическое распределение венчурного капитала внутри стран также варьируется. Это можно увидеть на примере Германии и Великобритании [Martin et al., 2002]. В Китае венчурная активность отмечается во всех 53 высокотехнологичных зонах. В России венчурные инвестиции сконцентрированы преимущественно в Москве; зарубежный капитал направляется также в промышленно развитые северо-западные регионы страны. В работах [Kenney et al., 2002a, b, c] показаны существенные различия между странами Азии. Все большее число исследований посвящается специфике государств Центральной и Восточной Европы [Wright, Kissane, Burrows, 2004].

Как наилучшим образом систематизировать и охарактеризовать эти различия? До недавнего времени изучались, главным образом, факторы, связанные со спросом и предложением венчурного капитала. Большой массив статей посвящен выявлению условий, благоприятствующих росту активности венчурного капитала на микро- и макроуровнях или сдерживающих его. В них описано множество факторов [La Porta et al., 1997; и др.], однако не вполне очевидно, оказывают ли они влияние непосредственно на венчурный капитал либо на предпринимательскую деятельность в целом, что имеет опосредованные эффекты и для привлечения венчурного капитала [Acs, Audretsch, 1994]. Растущая экономика может предложить больше возможностей для технологических лидеров и таким образом создать привлекательные инвестиционные условия. В свою очередь, благодаря повышению рыночной капитализации расширяется доступ компаний к капиталу, который может быть направлен на стимулирование их деятельности.

Основное внимание исследователей рынков капитала было направлено на изучение роли IPO [Black, Gilson, 1998; и др.]. IPO — наиболее перспективная стратегия выхода из венчурного проекта, обеспечивающая инвесторам высокую прибыльность. Этот механизм предусматривает финансовые стимулы и для менеджеров, владеющих акциями компании, обеспечивая их колл-опционом для контроля над фирмой, поскольку венчурные капиталисты

на стадии IPO прекращают контроль [Black, Gilson, 1998]. Высказываются и иные мнения, критикующие сфокусированность исследователей на рынке капитала. IPO имеют весьма сильную корреляцию с активностью венчурного капитала лишь на поздних стадиях венчурных инвестиций. Многие страны, например Сингапур, Тайвань или Израиль, сумели привлечь колоссальные объемы таких средств, не обладая развитыми рынками капитала³. Тем не менее, в ряде государств, в частности в России, отсутствие подобного рынка приводит к тому, что венчурные инвестиционные компании ведут бизнес, не имея четкой стратегии выхода.

Другие авторы пытаются предсказывать инвестиционные решения, принимаемые венчурными капиталистами, оценивая их способность просчитывать риски и потенциальную выгоду. Однако возможные объемы прибыли существенно варьируются в зависимости от рынка [Manigart et al., 2002]. Инвесторы ранних стадий идут на больший риск и, соответственно, требуют большей компенсации, чем те, кто вступает в игру позднее, например, специалисты по выкупу акций. Они предпочитают вкладывать в компании, обладающие собственными оборотными средствами и надежной кредитной историей. При изучении стран с переходной экономикой не удалось установить четкой зависимости объемов извлекаемой прибыли от стадии инвестирования, служащей критерием приемлемости риска [Karsai et al., 1999]. Интересный вывод, однако не слишком неожиданный. Вследствие быстрого роста рынков вознаграждение за успешные капиталовложения может оказаться несоизмеримо выше, чем в развитых странах. Это оправдывает капиталовложения в условиях высокого риска. Для лучшего понимания стремлений венчурных фондов вкладывать в высокорисковые компании, а не в «надежные», необходимо иметь представление о степени их склонности к риску и существующем портфеле. Для венчурных фондов глобального масштаба, в основном инвестирующих в более зрелые компании, имеет смысл направлять часть капитала в быстрорастущие переходные экономики с многочисленными высокорисковыми, но и в потенциале высококупаемыми стартапами. Таким образом, географическое расположение инвестируемых компаний и степень их «рискованности» — малоинформативные показатели: возможно, венчуристы всего лишь стремятся к международной диверсификации рисков. Подобный тезис подтверждается выводами, сделанными в работе [Hall, Tu, 2003], где показано, что готовность венчурных компаний инвестировать в заокеанские рынки зависит от размера последних.

Немало исследований посвящено изучению правового ландшафта отдельных стран. Руководствуясь преимущественно описательными методами, большинство авторов склонны излишне акцентировать внимание на законодательстве развитых государств и недооценивать проблемы с правоприменительной практикой в развивающихся странах. Конечно,

жесткие законы о банкротстве могут привести к существенному удорожанию дефолта, но обычно венчурный капиталист делает ставку не на высокий процент возврата, а, скорее, на внутреннюю диверсификацию рисков. Другими словами, он самостоятельно распределяет риски дефолта. Так, чтобы гарантировать покрытие своих убытков, венчуристы пользуются разнообразными механизмами финансирования и контрактными условиями. Может меняться и их собственная инвестиционная стратегия. Некоторые из них предпочитают долгосрочные вложения, другие — краткосрочные. Независимые венчуристы чаще всего не заинтересованы в долгосрочном инвестировании, тогда как корпоративные стремятся получить доступ к ключевым технологиям.

С другой стороны, имеет место недооценка правовой среды. В Китае, например, несмотря на заметный прогресс в развитии венчурной индустрии, существуют серьезные институциональные и регулятивные проблемы, которые скорее отпугивают иностранных инвесторов, а не привлекают их. Наиболее распространенная юридическая форма инвестируемых компаний — партнерство с ограниченной ответственностью — китайским законодательством не признается. Если фирма регистрируется с таким статусом, различий между ее активами и находящимся в управлении капиталом не делается, что значительно усиливает правовую неопределенность для инвестора. Возможности выхода из подобной ситуации для финансируемых компаний в стране ограничены, а квалифицированные финансовые менеджеры в дефиците. Как итог — условия для развития венчурной индустрии далеко не оптимальные.

Сказанное выше во многом характерно и для России. В правовую практику РФ понятие «венчурный фонд» было введено еще в 2002 г. (постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам от 14.08.2002 г. № 31). Однако венчурные (особо рискованные) фонды были отнесены к категории закрытых паевых инвестиционных фондов, что в корне неверно, так как подобный статус не учитывает важнейшие специфические характеристики данного вида инвестирования. Юридический статус компаний с участием венчурного капитала вообще не регламентирован российским законодательством.

В условиях неразвитых механизмов реализации прав собственности, характерных для многих стран с развивающейся экономикой, при анализе венчурного капитала на первый план выходит фактор транзакционных издержек. В этом случае особую роль играют доступ к социальным сетям и общественный авторитет компании [McKnight et al., 1998, Gill et al., 2005]. В работе [Batjargal, 2007] проведена оценка значимости неформальных сетей в Китае и, что примечательно, в России. Автор приходит к выводу, что связи поручителя с венчурным капиталистом, с одной стороны, и с предпринимателем, с другой, а также личное доверие между поручителем

³ Подробнее о развитии рынков в этих странах см.: [Kenney et al., 2002a, b, c].

и венчурным капиталистом оказывают позитивный эффект на принятие инвестиционных решений. Китайские социальные сети — «гуаньси» [Xin, Pearce, 1996] — содействуют повышению межличностного доверия [Farh et al., 1998], мобильности работников [Bian, 1997] и производительности компании [Park, Luo, 2001; Batjargal, 2003b, 2007]. Российские социальные сети — «связи» [Yakubovich, 2005] или «блат» [Ledeneva, 1998] — имеют примерно те же эффекты, в частности, способствуют увеличению производительности предприятия [Batjargal, 2001, 2003a], позволяют россиянам найти достойное место работы [Yakubovich, 2005], обеспечивают предпринимателям доступ к ресурсам [Sedaitis, 1998]. Таким образом, развитые социальные связи снижают неопределенность при заключении финансовых сделок [Guseva, Rona-Tas, 2001], оказывая сильное влияние на принятие инвестиционных решений венчурными капиталистами.

Гораздо меньшее число работ посвящено изучению подходов менеджмента инвестируемых компаний к оценке внешней среды и решению проблем, зависящих от специфики экономических институтов, с которыми они связаны. В подобных публикациях демонстрируются примеры значительного влияния культуры на развитие венчурного капитала в определенных регионах. Перечень исследований, посвященных культурным различиям, огромен, однако из-за определенных трудностей, связанных с проведением подобного анализа, культурные и социальные факторы часто оказываются неучтенными [Wright et al., 2003]. Показано, что в странах Азии благодаря социальным ценностям, основанным на коллективизме, агентские проблемы не особо актуальны [Hofstede, Bond, 1988]. В дополнение, имеет место и другой фактор, иллюстрирующий роль социокультурной составляющей, а именно — уровень доверия между представителями различных стран. Многочисленные публикации отмечают положительное влияние доверия на экономический рост [Zak, Knack, 2001; и др.]. В работе [Bottazzi et al., 2010] проанализировано действие данного эффекта на индустрию венчурного капитала, выражающееся в росте инвестирования. Доказано, что это доверие не ограничивается рамками одного государства: если иностранный партнер — резидент страны, обладающей надежной репутацией, следовательно, сам объект инвестиций вызывает аналогичное доверие.

Перспективы развития исследований венчурной сферы

Несмотря на интересные и содержательные открытия в изучении сферы венчурного капитала, исследования в данной области характеризуются определенными пробелами. В частности, излишнее значение придается роли фондовых рынков и другим институциональным факторам, что объяснимо с точки зрения методологических преимуществ подобных подходов. Однако в этом случае другим важным факторам уделяется недостаточное внимание. В частности, требует осторожности оценка влияния институциональной среды на деятельность

венчурных инвесторов, которых могут посчитать всего лишь «жертвами обстоятельств», что не соответствует действительности. Такой подход провоцирует шаблонные политические меры. Например, политики могут рассматривать многогранный мир венчурного капитала в отдельной стране только с позиции его наличия либо отсутствия. Еще один существенный недостаток — чрезмерный фокус на определенных секторах, таких как обрабатывающая промышленность. Для более полного понимания динамики современных рынков венчурного капитала необходимо сместить акцент на трансграничную деятельность сервисных компаний.

Таким образом, настало время новых, более рафинированных подходов к изучению венчурного капитала. Одна из ключевых задач — выявить внутренние стимулы развития рассматриваемой сферы. Это поможет политикам увидеть, в каком состоянии находится венчурная индустрия в той или иной стране, как она развивается и какую роль может сыграть государство в ее поддержке и росте. Станет возможным многосторонний анализ отдельных сегментов рынка венчурного капитала. Так, более зрелая компания по-прежнему зависит от качества функционирования рынка IPO, в то время как для стартапов данный фактор не играет существенной роли. Аналогичные различия были выявлены и в отношении неэластичности рынков труда, оказывающей значительное влияние на компании, находящиеся на ранней стадии развития, и лишь ограниченное — на более зрелые предприятия.

В дальнейшем в изучении венчурного капитала необходимо уделять больше внимания усилению его интернационализации. Это одно из самых интересных и перспективных направлений исследований в ближайшем будущем. В статье [Dixit, Jayaraman, 2001] описаны три модели интернационализации. Во-первых, часть фондов венчурного капитала специализируются на каком-либо одном географическом регионе либо на определенном секторе. Поэтому обладание передовыми узкопрофильными знаниями может стать преимуществом при принятии инвестиционных решений (модель специализированного финансирования). Во-вторых, специальные знания, относящиеся к определенной стране или сектору, могут быть транслированы в другие страны, за пределы «родных» рынков инвестора (модель органичного роста). В-третьих, опыт может передаваться посредством совместного инвестирования при участии местного партнера (аффилиционная модель).

Наконец, факторами, на которые ориентируется венчурный капитал, являются степень предпринимательской активности и качество предлагаемых идей. Венчурные капиталисты, прежде всего, выбирают страны с высоким уровнем предпринимательства, инновационной активности, ожидаемой прибыльности проектов и перспективами роста [Baygan, Freudenberg, 2000]. Государственная политика, например поддержка программ, должна способствовать аккумуляции венчурного капитала. Подобная деятельность, однако, может

иметь и негативный эффект, например вытеснение частного венчурного капитала государственными фондами. До сих пор ни одному из исследователей не удалось доказать стимулирующий эффект государственного вмешательства в развитие венчурной деятельности. Какую роль в таком случае может играть государство?

Если внешняя среда не будет благоприятствовать венчурному капиталу, многие инвесторы несомненно займут настороженную позицию. Государству с неразвитым законодательством в отношении прав собственности либо угрозой национализации частной собственности не удастся привлечь венчурный капитал и повысить предпринимательскую активность. Но даже в условиях неблагоприятной конъюнктуры венчурные инвесторы имеют достаточно возможностей получения прибыли. К примеру, с целью снизить рыночный риск венчурист может заключить партнерское соглашение с местным агентом, что наблюдается в Китае. Если в целевой стране не развит рынок IPO, венчурный капиталист может организовать его в США, что и произошло в случае Израиля и Сингапура. В то время

как многие исследователи пытаются найти решение в поддерживающих государственных инициативах, существует риск, что индикаторы, по-настоящему интересные для венчурных инвесторов, — предпринимательская активность, инновации, компетенции, — не получают должного внимания. Более того, объемы прибыли, извлекаемые венчурными капиталистами в определенном месте, могут стать мощным сигналом для их коллег. Сверхвысокие доходы спровоцируют рост капиталовложений в новые фонды. Ранее проведенные исследования заставляют предположить, что кривые предложения, скорее всего, весьма эластичны.

Наиболее оптимальный вклад государства — стимулирование креативного мышления и предпринимательской активности. Для повышения инвестиционной привлекательности необходимо реформировать систему образования, одновременно формируя культуру, поощряющую конкурентное и предпринимательское мышление. Эффекты подобных инициатив проявятся лишь спустя значительное время, тем не менее, их запуск необходим уже сейчас. F

Алипов С., Самохин В. (2009) Зарубежный венчурный капитал в России. http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?action=view&num=341570&razdel=40&w=0&p_n=1

Российская венчурная компания (2011) Материалы сайта. Краткая информация. <http://www.rusventure.ru/ru/company/brief>

Acs Z., Audretsch D.B. (1994) New Firm Start-ups, Technology, and Macroeconomic Fluctuation // *Small Business Economics*. Vol. 6. № 6. P. 439–449.

Akerlof G.A. (1970) The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84. № 3. P. 488–500.

Barry C. (1994) New Directions on Research in Venture Capital Finance // *Financial Management*. Vol. 23. № 3. P. 3–15.

Batjargal B. (2001) Effects of Networks on Entrepreneurial Performance in a Transition Economy: The Case of Russia // Reynolds P., Autio E., Brush C., Bygrave W., Manigart S., Sapienza H., Shaver K. (eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson Park, MA: Babson College Center for Entrepreneurship. P. 97–110.

Batjargal B. (2003a) Social Capital and Entrepreneurial Performance in Russia: A Longitudinal Study // *Organizational Studies*. Vol. 24. № 4. P. 535–556.

Batjargal B. (2003b) Internet Entrepreneurship in an Emerging Market: Networks and Performance of Internet Startups. Academy of Management Best Conference Paper 2003 BPS: H6.

Batjargal B. (2007) Network Triads: Transitivity, Referral and Venture Capital Decisions in China and Russia // *Journal of International Business Studies*. Vol. 38. № 6. P. 998–1012.

Baygan G., Freudenberg M. (2000) The Internationalization of Venture Capital Activity in Countries: Implications for Measurement and Policy. STI Working Papers – 2000/7. Paris: OECD.

Berger A.N., Udell G.F. (1998) The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle // *Journal of Banking and Finance*. Vol. 11. P. 613–673.

Bian Y. (1997) Bringing Strong Ties Back In: Indirect Ties, Network Bridges, and Job Searches in China // *American Sociological Review*. Vol. 62. № 3. P. 366–385.

Black B., Gilson S. (1998) Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // *Journal of Financial Economics*. Vol. 47. P. 243–277.

Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T. (2010) The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital. Working Paper № 325. Milano: IGIER – Università Bocconi.

Bruderl J., Preisendorfer P., Ziegler R. (1992) Survival Chances of Newly Founded Business Organizations // *American Sociological Review*. Vol. 57. P. 227–242.

Bygrave W., Timmons J. (1999) Venture Capital: Predictions and Outcomes // Wright M., Robbie K. (eds.) *Management Buy-Outs and Venture Capital: Into the Next Millennium*. Cheltenham: Edward Elgar.

Cooper A. (1986) Comparison with the Manufacturing Sector // *Scandinavian International Business Review*. Vol. 1. № 1. P. 39–56.

Dixit A., Jayaraman N. (2001) Internationalization Strategies of Private Equity Firms // *Journal of Private Equity*. Winter. P. 40–54.

Dixon R. (1991) VCs and the Appraisal of Investments // *OMEGA International Journal of Management Science*. Vol. 19. P. 333–344.

Evans D., Jovanovich B. (1989) An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints // *Journal of Political Economy*. Vol. 97. № 4. P. 808–827.

Farh L., Tsui A., Xin K., Cheng B. (1998) The Influence of Relational Demography and Guanxi: The Chinese Case // *Organization Science*. Vol. 9. № 4. P. 471–488.

- Feeser H.R., Willard G.E. (1990) Founding Strategy and Performance: A Comparison of High and Low Growth High Tech Firms // *Strategic Management Journal*. Vol. 11. P. 87–98.
- Gill H., Boies K., Finegan J., McNally J. (2005) Antecedents of Trust: Establishing a Boundary Condition for the Relation between Propensity to Trust and Intention to Trust // *Journal of Business and Psychology*. Vol. 19. № 3. P. 287–302.
- Gompers P. (2005) Venture Capital // Eckbo B.E. (ed.) *Handbook of Corporate Finance*. Elsevier.
- Greenwald B., Stiglitz J. E., Weiss A. (1984) Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations // *The American Economic Review*. Vol. 74. № 2. P. 194–199.
- Guseva A., Rona-Tas A. (2001) Uncertainty, Risk and Trust: Russian and American Credit Card Markets Compared // *American Sociological Review*. Vol. 66. № 5. P. 623–646.
- Hall G., Tu C. (2003) Venture Capitalists and the Decision to Invest Overseas // *Venture Capital*. Vol. 5. № 2. P. 181–190.
- Hofstede G., Bond M.H. (1988) The Confucius Connection: From Cultural Roots to Economic Growth // *Organizational Dynamics*. Vol. 16. № 4. P. 4–21.
- Jeng L., Wells P. (2000) The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries // *Journal of Corporate Finance*. Vol. 6. P. 89–241.
- Jensen M.C. (1993) Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // *Journal of Finance*. Vol. 48. P. 831–880.
- Karsai J., Wright M., Dudzinski Z., Morovic J. (1999) Venture Capital in Transition Economies — the Cases of Hungary, Poland and Slovakia // Wright M., Robbie K. (eds.) *Management Buy-outs and Venture Capital into the Next Millenium*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Kenney M., Han K., Tanaka S. (2002a) The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan (mimeo).
- Kenney M., Han K., Tanaka S. (2002b) Adapting to Strange Environments: Venture Capital in Japan, Korea and Taiwan. Paper presented at the 2002 Annual Meeting of the Academy of International Business, San Juan, Puerto Rico.
- Kenney M., Han K., Tanaka S. (2002c) Scattering Geese: The Venture Capital Industries of East Asia. Report to the World Bank WP146. Berkeley, CA.
- Knight R. (1994) Criteria Used by Venture Capitalists: A Cross Cultural Analysis // *International Small Business Journal*. Vol. 13. № 1. P. 26–37.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1997) Legal Determinants of External Finance // *Journal of Finance*. P. 52. № 3. P. 1131–1150.
- Ledeneva A. (1998) *Russia's Economy of Favors: Blat, Networking and Informal Exchange*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrieres P., Sapienza H., Beekman A. (2002) Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five Country Study // *Journal of Business Venturing*. Vol. 17. № 4. P. 291–312.
- Martin R., Sunley P., Turner D. (2002) Taking Risks in Regions: the Geographical Anatomy of Europe's Emerging Venture Capital Market // *Journal of Economic Geography*. Vol. 2. № 2. P. 121–140.
- Maula M., Mäkelä M. (2003) Cross-border Venture Capital // Hyytinen A., Pajarinen M. (eds.) *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Helsinki: Taloustieto.
- Mayer C., Schoors K., Yafeh Y. (2005) Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK // *Journal of Corporate Finance*. Vol. 11. P. 586–608.
- McKnight D.H., Cummings L.L., Chervany N.L. (1998) Initial Trust Formation in New Organizational Relationships // *Academy of Management Review*. Vol. 23. № 3. P. 473–490.
- Meggison W. (2004) Toward a Global Model of Venture Capital? // *Accenture Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 16. № 1. P. 7–26.
- Neck H., Zacharakis A., Bygrave W., Reynolds P. (2003) *Global Entrepreneurship Monitor National Assessment. United States Executive Report 2002*. Kansas City, MO: The Kauffman Foundation.
- Park S., Luo Y. (2001) Guanxi and Organizational Dynamics: Organizational Networking in Chinese Firms // *Strategic Management Journal*. Vol. 22. № 5. P. 455–477.
- Rah J., Jung K., Lee J. (1994) Validation of the Venture Evaluation Model in Korea // *Journal of Business Venturing*. Vol. 9. P. 24–509.
- Rajan R., Zingales L. (1998) Financial Dependence and Growth // *American Economic Review*. Vol. 88. P. 559–586.
- Ray D. (1991) Venture Capital and Entrepreneurial Developments in Singapore // *International Small Business Journal*. Vol. 10. № 1. P. 11–26.
- Roure J. B., Maidique M. A. (1986) Linking Prefunding Factors and High-Technology Venture Success: An Exploratory Study // *Journal of Business Venturing*. Vol. 1. P. 295–306.
- Roure J.B., Keeley R.H. (1990) Predictors of Success in New Technology Based Ventures // *Journal of Business Venturing*. Vol. 5. № 4. P. 201–220.
- Schumpeter J.A. (1911) *A Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Sedaitis J. (1998) The Alliances of Spin-offs versus Start-ups: Social Ties in the Genesis of Post-Soviet Alliances // *Organization Science*. Vol. 9. № 3. P. 368–381.
- Shepherd D. (1999) Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival // *Management Science*. Vol. 45. № 5. P. 621–632.
- TACIS (2001) *Venture Capital in Russia. Policy paper*. Brussels.
- Uzzi B., Gillespie J. (2002) Knowledge Spillover in Corporate Financing Networks: Embeddedness and the Firm's Debt Performance // *Strategic Management Journal*. Vol. 23. № 7. P. 595–618.
- Wright M., Kissane J., Burrows A. (2004) Private Equity and the EU Accession Countries of Central and Eastern Europe // *Journal of Private Equity*. Vol. 7. № 3. P. 32–46.
- Wright M., Sapienza H., Busenitz L. (2003) *Introduction. Venture Capital*. Vol. I. Cheltenham: Edward Elgar.
- Xin K., Pearce J. (1996) Guanxi: Connections as Substitutes for Formal Institutional Support // *Academy of Management Journal*. Vol. 39. № 6. P. 1641–1658.
- Yakubovich V. (2005) Weak Ties, Information and Influence: How Workers Find Jobs in a Local Russian Labor Market // *American Sociological Review*. Vol. 70. № 3. P. 408–421.
- Zak P., Knack S. (2001) Trust and Growth // *Economic Journal*. Vol. 111. P. 295–321.

The Internationalization of Venture Capital: Challenges and Opportunities

Thomas Gstraunthaler

Leading Research Fellow, Laboratory for Economics of Innovation, Institute for Statistical Studies and Economics of Knowledge, National Research University — Higher School of Economics, 20 Myasnitskaya str., Moscow, 101000, Russian Federation. E-mail: tgstraunthaler@hse.ru

Galina Sagieva

Head, Division for Intellectual Property and Technology Transfer Studies, Institute for Statistical Studies and Economics of Knowledge, National Research University — Higher School of Economics, 20 Myasnitskaya Str., Moscow, 101000, Russian Federation. E-mail: sagieva@hse.ru

Abstract

The paper attempts to summarize and systematize the landscape of the global venture capital industry. It presents major basic business models and investment strategies, assesses the contribution of venture capital (VC) to economic growth as well as incentives and constraints for VC's development, and identifies research gaps in this area.

Venture capital is often regarded as the only source for supporting start-ups, particularly that ones in high-tech innovative sectors. The authors disclose the prerequisites for this situation. It is emphasized that in contrast to most traditional investors a VC provider must possess sound skills in the target area of investment as well as long-term strategic focus. The financial capital venture capitalists provide however is only one of the benefits they bring to entrepreneurs. Venture capitalists support companies with industry knowledge and social capital which has often proved vital for their success. Also, venture capital acts in an intermediate role for companies to attract further financial means. These circumstances made public administrators interested in venture capital, and more and

more nations adapt pro-investment policies to support their ailing economies and to assure future competitiveness. The authors believe that governments can only do so much to spur creative thinking and entrepreneurial activities. The best chance to be attractive for international investors is probably a pro-active stance towards education, combined with the creation of a culture which rewards competitive and entrepreneurial thinking. These processes take a long time to manifest, but they are vital.

In conclusion, the authors point to the need to introduce new and refined research strategies in VC area. One key focus to study venture capital is to understand how the industry itself is developing through its own drive. It would help to see at what stage of development the venture capital industry of a country is in comparison to others. It would allow policy makers to understand where the industry is developing to and how to best support or participate in their growth. It would also allow studying some segments of the venture capital market differently to others. In addition, further analysis of any facets of the VC industry should be conducted through the prism of its internationalization.

Keywords

venture capital, innovative company, innovation startup, capital market, venture investment, venture capitalist, venture fund, regional pattern

References

- Acs Z., Audretsch D.B. (1994) New Firm Start-ups, Technology, and Macroeconomic Fluctuation. *Small Business Economic*, vol. 6, no 6, pp. 439–449.
- Alipov C., Samokhin V. (2009) *Zarubezhnyi venchurnyi kapital v Rossii* [Foreign Venture Capital in Russia]. Available at: http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?action=view&num=341570&rzdcl=40&w=0&p_n=1 (accessed 30 November 2011).
- Akerlof G.A. (1970) The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no 3, pp. 488–500.
- Barry C. (1994) New Directions on Research in Venture Capital Finance. *Financial Management*, vol. 23, no 3, pp. 3–15.
- Batjargal B. (2001) Effects of Networks on Entrepreneurial Performance in a Transition Economy: The Case of Russia. *Frontiers of Entrepreneurship Research* (eds. P. Reynolds, E. Autio, C. Brush, W. Bygrave, S. Manigart, H. Sapienza, K. Shaver), Babson Park, MA: Babson College Center for Entrepreneurship, pp. 97–110.
- Batjargal B. (2003a) Social Capital and Entrepreneurial Performance in Russia: A Longitudinal Study. *Organizational Studies*, vol. 24, no 4, pp. 535–556.
- Batjargal B. (2003b) Internet Entrepreneurship in an Emerging Market: Networks and Performance of Internet Startups. Paper presented at *Academy of Management Best Conference*, 2003 BPS: H6.
- Batjargal B. (2007) Network Triads: Transitivity, Referral and Venture Capital Decisions in China and Russia. *Journal of International Business Studies*, vol. 38, no 6, pp. 998–1012.
- Baygan G., Freudenberg M. (2000) The Internationalization of Venture Capital Activity in Countries: Implications for Measurement and Policy. *STI Working Papers*, 2000/7, Paris: OECD.
- Berger A.N., Udell G.F. (1998) The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, vol. 11, pp. 613–673.

- Bian Y. (1997) Bringing Strong Ties Back In: Indirect Ties, Network Bridges and Job Searches in China. *American Sociological Review*, vol. 62, no 3, pp. 366–385.
- Black B., Gilson S. (1998) Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, vol. 47, pp. 243–277.
- Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T. (2010) *The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital (Working Paper no 325)*, Milano: IGIER – Università Bocconi.
- Bruderl J., Preisendorfer P., Ziegler R. (1992) Survival Chances of Newly Founded Business Organizations. *American Sociological Review*, vol. 57, pp. 227–242.
- Bygrave W., Timmons J. (1999) Venture Capital: Predictions and Outcomes. *Management Buy-Outs and Venture Capital: Into the Next Millennium* (eds. M. Wright, K. Robbie), Cheltenham: Edward Elgar.
- Cooper A. (1986) Comparison with the Manufacturing Sector. *Scandinavian International Business Review*, vol. 1, no 1, pp. 39–56.
- Dixit A., Jayaraman N. (2001) Internationalization Strategies of Private Equity Firms. *Journal of Private Equity*, Winter, pp. 40–54.
- Dixon R. (1991) VCs and the Appraisal of Investments. *OMEGA International Journal of Management Science*, vol.19, pp. 333–344.
- Evans D., Jovanovich B. (1989) An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints. *Journal of Political Economy*, vol. 97, no 4, pp. 808–827.
- Farh L., Tsui A., Xin K., Cheng B. (1998) The Influence of Relational Demography and Guanxi: The Chinese Case. *Organization Science*, vol. 9, no 4, pp. 471–488.
- Feeser H.R., Willard G.E. (1990) Founding Strategy and Performance: A Comparison of High and Low Growth High Tech Firms. *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 87–98.
- Gill H., Boies K., Finegan J., McNally J. (2005) Antecedents of Trust: Establishing a Boundary Condition for the Relation between Propensity to Trust and Intention to Trust. *Journal of Business and Psychology*, vol. 19, no 3, pp. 287–302.
- Gompers P. (2005) Venture Capital. *Handbook of Corporate Finance* (ed. B.E. Eckbo), Elsevier.
- Greenwald B., Stiglitz J. E., Weiss A. (1984) Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations. *The American Economic Review*, vol. 74, no 2, pp. 194–199.
- Guseva A., Rona-Tas A. (2001) Uncertainty, Risk, and Trust: Russian and American Credit Card Markets Compared. *American Sociological Review*, vol. 66, no 5, pp. 623–646.
- Hall G., Tu C. (2003) Venture Capitalists and the Decision to Invest Overseas. *Venture Capital*, vol. 5, no 2, pp. 181–190.
- Hofstede G., Bond M.H. (1988) The Confucius Connection: From Cultural Roots to Economic Growth. *Organizational Dynamics*, vol.16, no 4, pp. 4–21.
- Jeng L., Wells P. (2000) The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries. *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, pp. 89–241.
- Jensen M.C. (1993) Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 831–880.
- Karsai J., Wright M., Dudzinski Z., Morovic J. (1999) Venture Capital in Transition Economies — the Cases of Hungary, Poland and Slovakia. *Management Buy-outs and Venture Capital into the Next Millennium* (eds. Wright M., Robbie K.), Cheltenham: Edward Elgar.
- Kenney M., Han K., Tanaka S. (2002a) *The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan* (mimeo).
- Kenney M., Han K., Tanaka S. (2002b) Adapting to Strange Environments: Venture Capital in Japan, Korea and Taiwan. Paper presented at the 2002 Annual Meeting of the Academy of International Business, San Juan, Puerto Rico.
- Kenney M., Han K., Tanaka S. (2002c) *Scattering Geese: The Venture Capital Industries of East Asia (Report to the World Bank WP146)*, Berkeley, CA.
- Knight R. (1994) Criteria Used by Venture Capitalists: A Cross Cultural Analysis. *International Small Business Journal*, vol. 13, no 1, pp. 26–37.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1997) Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, vol. 52, no 3, pp. 1131–1150.
- Ledeneva A. (1998) *Russia's Economy of Favors: Blat, Networking and Informal Exchange*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrieres P., Sapienza H., Beekman A. (2002) Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five Country Study. *Journal of Business Venturing*, vol. 17, no 4, pp. 291–312.
- Martin R., Sunley P., Turner D. (2002) Taking Risks in Regions: the Geographical Anatomy of Europe's Emerging Venture Capital Market. *Journal of Economic Geography*, vol. 2, no 2, pp. 121–150.
- Maula M., Mäkelä M. (2003) Cross-border Venture Capital. *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives* (eds. A. Hyytinen, M. Pajarinen), Helsinki: Taloustieto, pp. 269–291.
- Mayer C., Schoors K., Yafeh Y. (2005) Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK. *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 586–608.
- McKnight D.H., Cummings L.L., Chervany N.L. (1998) Initial Trust Formation in New Organizational Relationships. *Academy of Management Review*, vol. 23, no 3, pp. 473–490.
- Meggison W. (2004) Toward a Global Model of Venture Capital? *Accenture Journal of Applied Corporate Finance*, vol.16, no 1, pp. 7–26.
- Neck H., Zacharakis A., Bygrave W., Reynolds P. (2003) *Global Entrepreneurship Monitor National Assessment (United States Executive Report 2002)*, Kansas City, MO: The Kauffman Foundation.
- Park S., Luo Y. (2001) Guanxi and Organizational Dynamics: Organizational Networking in Chinese Firms. *Strategic Management Journal*, vol. 22, no 5, pp. 455–477.
- Rah J., Jung K., Lee J. (1994) Validation of the Venture Evaluation Model in Korea. *Journal of Business Venturing*, vol. 9, pp. 24–509.
- Rajan R., Zingales L. (1998) Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, vol. 88, pp. 559–586.
- Ray D. (1991) Venture Capital and Entrepreneurial Developments in Singapore. *International Small Business Journal*, vol. 10, no 1, pp. 11–26.
- Roure J. B., Maidique M. A. (1986) Linking Prefunding Factors and High-Technology Venture Success: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*, vol. 1, pp. 295–306.
- Roure J.B., Keeley R.H. (1990) Predictors of Success in New Technology Based Ventures. *Journal of Business Venturing*, vol. 5, no 4, pp. 201–220.
- Schumpeter J.A. (1911) *A Theory of Economic Development*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Sedaitis J. (1998) The Alliances of Spin-Offs versus Start-Ups: Social Ties in the Genesis of Post-Soviet Alliances. *Organization Science*, vol. 9, no 3, pp. 368–381.
- Shepherd D. (1999) Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival. *Management Science*, vol. 45, no 5, pp. 621–632.
- TACIS (2001) *Venture Capital in Russia (Policy paper)*, Brussels.
- Uzzi B., Gillespie J. (2002) Knowledge Spillover in Corporate Financing Networks: Embeddedness and the Firm's Debt Performance. *Strategic Management Journal*, vol. 23, no 7, pp. 595–618.
- Wright M., Kissane J., Burrows A. (2004) Private Equity and the EU Accession Countries of Central and Eastern Europe. *Journal of Private Equity*, vol. 7, no 3, pp. 32–46.
- Wright M., Sapienza H., Busenitz L. (2003) *Introduction. Venture Capital. Vol. I*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Xin K., Pearce J. (1996) Guanxi: Connections as Substitutes for Formal Institutional Support. *Academy of Management Journal*, vol. 39, no 6, pp. 1641–1658.
- Yakubovich V. (2005) Weak Ties, Information and Influence: How Workers Find Jobs in a Local Russian Labor Market. *American Sociological Review*, vol. 70, no 3, pp. 408–421.
- Zak P., Knack S. (2001) Trust and Growth. *Economic Journal*, vol. 111, pp. 295–321.