***Левин Л. М.**, аспирант кафедры экономического анализа организаций и рынков департамента прикладной экономики факультета экономики НИУ-ВШЭ, г. Москва,*
*lmlevin@hse.ru*

# ВЕНЧУРНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ КАК БАРЬЕР ВХОДА НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ РЫНКАХ: СТРАТЕГИИ ИНВЕСТОРОВ КАК ПУТЬ К МОНОПОЛИЗАЦИИ ОТРАСЛИ

*В статье анализируется проблема ограниченного доступа технологических компаний на ранних стадиях жизненного цикла (так называемых компаний «Долины смерти») к источникам венчурного финансирования, приводящим к монополизации отрасли несколькими крупными игроками, несмотря на большой экономический потенциал альтернативных технологических решений и нишевых проектов. Показано, что при разработке инвестиционной стратегии венчурные фонды, стремясь максимизировать доходность своих вложений, делают ставку на компании, обладающие потенциалом рыночного лидерства. При этом, с одной стороны, для оценки успешности проектов используются стандартные операционные показатели, которые могут не вполне адекватно прогнозировать будущее развитие бизнеса и создавать негативные стимулы для менеджмента стартапа, с другой — их ожидания в отношении рыночной структуры формирующейся отрасли, а значит, и преимуществ лидирующего игрока перед последователями могут оказаться ошибочными. Тем не менее в условиях почти полного отсутствия доступа проектов ранних стадий к другим источникам финансирования стратегии венчурных фондов могут приводить к вымыванию из отрасли игроков второго эшелона и в конечном счете монополизации технологии, что подтверждается примерами ряда отраслей российского интернет-рынка. Проблема может усугубляться из-за существенного влияния инвестиционных настроений, т.е. экспертного мнения других участников рынка относительно успешности проекта, на принятие венчурными фондами решений об инвестировании.*

**Ключевые слова:** венчурные инвестиции, рынки технологий, барьеры входа, прогнозы развития венчурных фирм.

Российский интернет-рынок (рынок технологий онлайн-монетизации) является одним из наиболее динамично развивающихся в мире, в различных его сегментах среднегодовые темпы роста достигают 40–60%. Существенные факторы, способствующие возникновению и успешному внедрению на рынке новых онлайн бизнес-моделей, следующие:

- крупнейшая в Европе интернет-аудитория, насчитывающая более 60 млн пользователей, численность которых прирастает

лишь на 10–15% в год из-за низкого уровня проникновения Интернета в регионы;

• качественное высшее техническое образование и наличие значительных интеллектуальных ресурсов в стране, необходимых для формирования талантливых и предприимчивых команд разработчиков интернет-стартапов;

• продвинутая «культура потребления», создающая условия для апробации и роста спроса на новые продукты и услуги, предоставляемые через Интернет, а также посредством мобильных технологий.

В то же время, несмотря на наличие значительных возможностей капитализации роста интернет-экономики, на российском рынке по-прежнему наблюдается существенный дефицит венчурного капитала, необходимого для развития молодых интернет-компаний. Ежегодно в российские технологические стартапы инвестируется порядка 300–350 млн долл. (для сравнения: в США емкость венчурного рынка составляет свыше 20 млрд долл., в Индии — 7 млрд, а в Западной Европе — 5,5 млрд), причем свыше 80% инвестируемых средств приходится на несколько крупных проектов, достигших стадии «капитала роста», в то время как доступ к финансированию раунда А (инвестиции в компании на стадии вывода новой технологии на рынок и начала ее коммерциализации) практически полностью отсутствует.

Помимо хорошо известных факторов, ограничивающих ликвидность российского рынка венчурных инвестиций, таких как отсутствие традиций инновационного предпринимательства, высокие макроэкономические и политические риски, недоразвитость системы корпоративного управления в молодых интернет-компаниях, существует ряд специфических проблем высокорисковых технологических рынков, сопряженных со стратегией отбора портфельных компаний венчурными инвесторами. В условиях высокой неопределенности относительно будущего проекта и сложности оценки эффективности действий менеджмента венчурные фонды предпочитают ориентироваться исключительно на проекты, демонстрирующие устойчивое лидерство по определенным техническим и операционным показателям, гарантирующим в соответствии со сложившимися требованиями рынка быстрый рост монетизации и, как следствие, стоимости бизнеса в будущем. При этом игроки второго эшелона, предлагающие альтернативные технологические решения или нишевые продукты, лишаются доступа к источникам финансирования, что в среднесрочной перспективе приводит к монополизации отрасли, а в отдельных случаях, если ожидания инвесторов в отношении проекта-лидера оказываются неоправданными, — к вырождению технологии или сегмента рынка в целом.

В данной статье рассмотрена проблема влияния инвестиционных стратегий венчурных фондов на создание барьеров входа на технологических рынках и проанализированы возможные причины формирования таких стратегий отбора, связанные с механизмом оценки потенциала венчурных проектов, адаптивными ожиданиями инвесторов и особенностями организационной структуры венчурных фондов.

## Источники финансирования на разных стадиях жизненного цикла интернет-стартапов

Существует множество подходов к определению жизненного цикла стартапов, опирающихся на стадии разработки продукта или технологии, экономические показатели деятельности проекта, уровень организационной зрелости и механизмов управления в развивающейся компании. В практике венчурного инвестирования чаще всего используется комплексное определение стадий жизненного цикла стартапа, основанное на достигнутых результатах деятельности команды проекта как в отношении раз-

вития продукта/сервиса, так и в отношении его продвижения на рынке и демонстрируемых операционных и финансовых показателей.

1. *Посев*. Период идентификации рыночной необходимости и формирования идеи будущей компании без однозначного определения бизнес-модели.

2. *Стартап*. Разработка продукта/сервиса и параллельное формирование конкретной бизнес-модели с возможностью ее эволюции на данном этапе.

3. *Ранний рост*. Период первых продаж, на котором компания обычно выходит на уровень безубыточности и дорабатывает свою бизнес-модель для обеспечения новых возможностей роста.

4. *Расширение*. Быстрое развитие интернет-компании, достижение рыночного лидерства, сопровождаемое притоком капитала со стороны венчурных и стратегических инвесторов.

5. *Стабильность*. Завершающая стадия развития интернет-компании, на которой собственники капитализируют достигнутые бизнесом результаты (например, через IPO или продажу стратегическому инвестору).

Следует отметить, что данная классификация стадий жизненного цикла достаточно точно отражает доступные для технологических проектов источники финансирования, а точнее, типы инвесторов, осуществляющих вложения на разных этапах развития компании.

1. Посевные инвестиции и инвестиции в проекты на стадии стартапа обычно осуществляются самими основателями или частными инвесторами (бизнес-ангелами), финансирующими первичную разработку продукта и бизнес-модели будущей компании. При этом объем инвестиций может составлять от нескольких десятков до нескольких сотен тысяч долларов, так как проекты ранних стадий не требуют значительных инфраструктурных вложений и продвижения на рынке. Кроме того, инвестиции могут осуществляться в форме трансфера компетенций или предоставления специфического ресурса, необходимого для успешной разработки продукта/сервиса. Примечательно, что на данном этапе в структуре источников финансирования практически отсутствуют институциональные деньги, за исключением государственных программ поддержки венчурного предпринимательства и академических бизнес-инкубаторов, выполняющих, скорее, социальную отраслеобразующую функцию.

2. Основными инвесторами компаний на стадии раннего роста выступают венчурные фонды, предоставляющие финансирование раундов A/B в размере от 500 тыс. до 2–3 млн долл. Поскольку на данном этапе основной задачей проекта становится коммерциализация разработанного продукта, его активное продвижение на рынке, существенно повышается объем необходимых капиталовложений, направленных на покрытие возросших операционных издержек. Данное обстоятельство приводит к большим трудностям в поиске потенциального инвестора, так как, с одной стороны, размер инвестиций требует участия институциональных денег, а с другой — проект по-прежнему воспринимается профессиональным инвестиционным сообществом как высокорисковый, не гарантирующий даже возврата вложенных средств.

3. Наконец, на стадии расширения, соответствующей обычно раунду C и более поздним раундам финансирования, интернет-компании обращаются к фондам прямых инвестиций (или крупным венчурным фондам, придерживающимся де-факто той же инвестиционной стратегии) либо стратегическим инвесторам, которые могут становиться долгосрочными партнерами растущего бизнеса с перспективой выкупа контроля уже на данном этапе. Объем инвестиций в компании «капитала роста» обычно составляет не менее 10–15 млн долл. и направлен на реализа-

цию различных стратегий рыночной экспансии и повышение прибыльности бизнеса. Поскольку на данной стадии развития компания уже имеет стабильную динамику финансовых показателей и, скорее всего, преодолела точку безубыточности, инвестиции в крупные и успешные технологические проекты принимают гораздо менее специфический характер и в большей степени соответствуют общей практике рынка прямых инвестиций.

Таким образом, с некоторой долей упрощения можно выделить 3 основных типа инвесторов в технологические стартапы: частные инвесторы (бизнес-ангелы), венчурные фонды (для нашего анализа будем определять их как фонды ранних стадий) и фонды прямых инвестиций (фонды капитала роста). Отметим, что тесная взаимосвязь между стадиями жизненного цикла и типом инвесторов проектов не случайна: в условиях практически полного отсутствия долгового финансирования инвестор играет определяющую роль в выживаемости проекта и его переходе на следующий этап развития. К тому же индустрия венчурного финансирования предполагает активное участие инвестора в стратегическом управлении компанией, постановке целей и задач, в рамках которых проект существует в течение соответствующей стадии своего жизненного цикла.

## Проблема выживаемости компаний «Долины смерти»

Известный программист и венчурный капиталист Paul Graham предложил метафоричную концепцию для описания развития стартапов, суть которой состоит в том, что каждый интернет-проект от момента первоначального воодушевления после формирования бизнес-идеи (Techcrunch of initiation) и до так называемой «Обещанной земли», т. е. стадии жизненного цикла, на которой компания выходит на операционную безубыточность и демонстрирует стабильный рост, проходит через «Долину смерти» — продолжительную фазу в своем развитии, на которой разработанный и опробованный на рынке продукт не может добиться коммерческого успеха по причине недостаточно продуманной бизнес-модели либо отсутствия финансирования для дальнейшего продвижения продукта. В нашей классификации к компаниям «Долины смерти» следует прежде всего отнести проекты в стадии раннего роста, сталкивающиеся с такими проблемами, как смещение фокуса с технологической/продуктовой на коммерческую и маркетинговую функции, усложнение внутриорганизационных процессов и возникновение потребности в их формализации / построении иерархии, возрастающее влияние внешней конкурентной среды на развитие проекта в условиях выхода на рынок. Все эти болезни роста требуют существенных, по сравнению с фазой посевных инвестиций, денежных вливаний, которые на практике оказываются недоступными для большинства команд предпринимателей.

По данным Index Ventures, инвестиции раунда А в российские технологические стартапы составляют лишь 25–30 млн долл. в год, что существенно меньше не только инвестиций стадии капитала роста (200–250 млн долл.), но и совокупного объема посевных инвестиций (порядка 50 млн долл.). Как отмечает Российская венчурная компания, из 40–50 фондов, активных на технологических рынках, менее 20% осуществляли инвестиции в компании ранних стадий. В результате, по оценкам сообщества российских бизнес-ангелов, примерно из 2000 технологических стартапов, запускаемых в России ежегодно, более 70% терпят неудачу в «Долине смерти», 20% оказываются проданными по цене активов или совокупным инвестиционным затратам и лишь менее 10%, получив или не получив финансирование, продолжают развитие на более поздних стадиях жизненного цикла.

Безусловно, причины низкой выживаемости компаний «Долины смерти» могут крыться в недостатках разработанной бизнес-модели, ошибках стратегического планирования, отсутствии у команды некоторых управленческих навыков и финансовой экспертизы, а также неспособности молодых компаний отражать внешние угрозы рынка. Однако в значительном числе случаев именно невозможность привлечь очередной раунд инвестиций становится решающим фактором неудачи проекта, даже при наличии у него большого экономического потенциала. Феномен «Долины смерти» признается многими практиками венчурного инвестирования, существуют даже фонды, декларирующие поддержку компаний «Долины смерти» в качестве основы своей инвестиционной стратегии. Тем не менее проблема дефицита инвестиций в проекты ранних стадий остается острой, причем подобная ситуация наблюдается не только на российском, но и на более зрелых венчурных рынках.

Логика инвестирования подсказывает, что вложение финансов в компании «Долины смерти» могло бы принести потенциальному инвестору сверхвысокую доходность:

- технологические и операционные риски в таких проектах существенно снижаются по сравнению со стадией посева, так как на данном этапе стартап уже обладает разработанным продуктом и продуманной бизнес-моделью, возможно, приносящей первые доходы;
- моменты выхода на безубыточность и ликвидность финансового инвестора (через продажу стратегу или публичное размещение) приближаются на 1–2 года;
- при этом оценка компании остается невысокой (нередко на уровне стадии посева), так как при отсутствии наличных средств для дальнейшего развития основатели готовы на завышение инвестором их участия в акционерном капитале стартапа в обмен на доступ к жизненно необходимым фондам.

Таким образом, при наличии необходимых компетенций в области технической и коммерческой оценки перспективности проектов венчурные инвесторы, стремящиеся к максимизации внутренней нормы доходности инвестиций (IRR), должны предъявлять повышенный интерес к компаниям в стадии раннего роста, в то время как на практике, как было показано, наблюдается противоположная картина.

Оценка инвестиционного потенциала компаний «Долины смерти» в сравнении с венчурными проектами других стадий может стать предметом отдельного исследования. Здесь же попытаемся представить возможные причины относительно низкого интереса инвесторов к проектам в стадии раннего роста, которые, как будет показано, могут крыться в особенностях инвестиционной стратегии самих венчурных инвесторов и организационных особенностях их деятельности.

## Основные компоненты инвестиционной стратегии венчурных фондов

Говоря об особенностях стратегического поведения венчурных инвесторов, прежде всего следует оговорить, что основной целью их деятельности является максимизация возврата от вложенных средств. Несмотря на то что большинство команд венчурных фондов состоит из технических специалистов в определенной отрасли, многие из которых сами имеют опыт венчурного предпринимательства или управления крупными технологическими компаниями и соответственно могут иметь стратегический интерес в спонсировании того или иного проекта фонд остается финансовым инвестором, действующим в соответствии с целью максимизации богатства своих акционеров (принципалов фонда). В большинстве случаев, особенно на инновационных технологических рынках, венчурные фонды предпочитают инвестиро-

вать в компании, обладающие большим потенциалом роста капитализации, в том числе за счет экспертизы фонда, способной существенно повысить результаты деятельности и стоимость проекта и его деловых связей / репутации, создающей благодатную почву для успешной продажи или публичного размещения компании в будущем. В некоторых ситуациях фонды также могут предлагать финансирование компаниям с целью получения дивиденда на длительное время, однако данная модель скорее свойственна инвестициям в более крупные проекты с относительно низкой инновационной составляющей[1].

Для достижения цели максимизации возврата от вложенных средств фонд формирует инвестиционную стратегию, в соответствии с которой происходит отбор портфельных компаний. Стандартные компоненты такой инвестиционной стратегии следующие:

- набор отраслей/рынков, в которые фонд инвестирует, обычно определяемых исходя из потенциала роста рынка (или развития той или иной технологии) и наличия у команды фонда определенных технических знаний и компетенций в данной отрасли;
- качественные характеристики предпочитаемых проектов (стадия жизненного цикла, достижение определенных финансовых результатов, например первых продаж или безубыточности, экспертиза и личные качества основателей);
- размер капиталовложений в одну компанию (ticket size), зависящий прежде всего от размера фонда и выбранной стадии жизненного цикла проектов;
- предпочтительная доля в капитале портфельных компаний — большинство фондов ранних стадий предпочитают инвестировать в миноритарные пакеты с целью мотивации основателей на дальнейшее активное развитие проекта, однако в отдельных случаях инвестор может фокусироваться и на приобретении контроля, чтобы избежать конфликтов в корпоративном управлении и обеспечить себе возможности выхода;
- горизонт инвестирования, зависящий во многом от жизненного цикла самого фонда и составляющий в большинстве случаев от 3 до 7 лет;
- инструмент финансирования: хотя до настоящего момента под венчурными инвестициями мы подразумевали исключительно чистый акционерный капитал, в некоторых случаях проектам могут предоставляться различные формы мезонинного финансирования, например в форме конвертируемого инвестиционного займа[2].

Многие из перечисленных компонентов инвестиционной стратегии могут жестко регламентироваться мандатом (инвестиционным договором между управляющей командой фонда и его акционерами), и зачастую менеджеры фонда вынуждены отказываться от перспективных, по их мнению, проектов, которые не удовлетворяют формальным критериям инвестиционной стратегии и, следовательно, не удовлетворяют требованиям инвестиционного комитета. Мы обратимся к этому факту позднее, при рассмотрении влияния организационной структуры фонда на принятие инвестиционных решений[3].

Однако помимо стандартного набора формальных критериев для принятия инвестиционных решений у каждой управляющей команды есть свое (нередко уни-

[1] *Cumming D.* Contracts and Exits in Venture Capital Finance // The Review of Financial Studies. 2008. Vol. 21. №5. P. 1947–1982.

[2] *Gupta A. K.*, *Sapienza H. J.* Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments // J. Bus. Venturing. 1992. Vol. 7. P. 347–363.

[3] *Zacharakis A. L.*, *McMullen J. S.*, *Shepherd D. A.* Venture Capitalists' Decision Policies across Three Countries: An Institutional Theory Perspective // Journal of International Business Studies. 2007. Vol. 38. №5. P. 691–708.

кальное) видение рынка/отрасли, в соответствии с которым она осуществляет отбор портфельных компаний. Это видение имеет решающее значение при проведении процедуры технической и коммерческой проверки потенциальных объектов инвестирования (due diligence), в ходе которой команда фонда оценивает рыночный потенциал, характеристики продукта, продуманность бизнес-модели, возможные издержки и личные качества основателей. При этом инвестор обычно исходит из наиболее консервативных допущений в отношении прогнозов развития проекта в силу высокой неопределенности, создающей возможности для оппортунистического поведения основателей[4].

Спорным является вопрос, какой из представленных выше типов инвесторов наиболее не склонен к риску. С одной стороны, сам институт венчурного финансирования предполагает более высокую степень рискованности вложений, нежели прямые инвестиции в обычном понимании: даже формальные критерии отбора компаний для фондов капитала роста обычно бывают прописаны более строго, нежели для фондов ранних стадий. В то же время есть основания полагать, что при сходном механизме отбора портфельных компаний венчурные фонды будут демонстрировать большую несклонность к риску вследствие более высокой степени неопределенности, а значит, и информационной ренты, составляющей разницу между ожидаемой стоимостью проекта для инвестора и максимальной оценкой, по которой инвестор готов вкладываться в него, а также меньшего размера фондов под управлением, повышающего цену неправильного решения[5]. Не углубляясь на данном этапе в вопросы оценки риска технологических проектов инвесторами на разных стадиях, отметим лишь, что венчурные фонды в силу своей несклонности к риску могут предъявлять завышенные требования к потенциальным объектам инвестирования, что заведомо отсекает доступ к финансовым ресурсам большого количества компаний «Долины смерти», обладающих значительным экономическим потенциалом[6].

## Победитель получает все: стратегия инвестирования в потенциальных рыночных лидеров

Одним из типичных примеров таких требований является заявка потенциальной портфельной компании на рыночное лидерство: большинство фондов открыто декларируют стратегию инвестирования исключительно в игроков №1 в выбранных отраслях онлайн-рынка. Такая стратегия, получившая в сообществе венчурных инвесторов неформальное название «победитель получает все», имеет вполне логичные основания.

• Для многих рынков онлайн-монетизации (например, для социальных сетей, цифровых медиа, электронной коммерции) свойственны положительные внешние сетевые эффекты, предполагающие существенный рост ценности ресурса/сервиса для его пользователей (а значит, и снижение затрат на их привлечение) с ростом его популярности, востребованности среди других пользователей. В результате (в соответствии с ожиданиями инвестора) проект с наибольшей аудиторией / показателями траффика изначально получает существенные преимущества перед последователями для дальнейшего роста оборотов[7].

---

[4] *Hall J., Hofer C. W.* Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation // J. Bus. Venturing. 1993. Vol. 8. P. 25–43.

[5] *Fiet J. O.* Risk avoidance strategies in venture capital markets // J. Manage. Stud. 1995. Vol. 32. P. 551–575.

[6] *Shepherd D. A.* Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival // Management Science. 1999. Vol. 45. №5. P. 621–632.

[7] *Karlinger L., Motta M.* Exclusionary pricing when scale matters. // The Journal of Industrial Economics. 2012. Vol. 60. №1. P. 75–103.

• Относительно легко созданная на этапе формирования рынка лояльная аудитория и опробованное раньше других технологическое решение становятся сильным барьером для входа новичков, в результате чего потенциальный лидер рынка (first mover) получает возможности значительного роста маржинальности (нормы прибыли), в то время как последователи вынуждены завышать свои издержки и занижать цену сервиса в надежде отвоевать долю рынка.

• Проекты, обладающие рыночным лидерством, имеют как в экономическом, так и в имиджевом аспекте больше шансов для успешной продажи стратегу или публичного размещения.

Руководствуясь этими доводами, инвесторы ограничивают свои вложения исключительно потенциальными рыночными лидерами либо компаниями, раньше других разработавшими продукт или бизнес-модель, отвечающие той или иной рыночной необходимости. При использовании такого подхода применительно к компаниям ранних стадий возникают два ключевых вопроса:

1. Каким образом фонды оценивают потенциал рыночного лидерства для проектов, которые еще не достигли значимых финансовых результатов, без однозначного понимания будущей экономики проекта? Если в случае разработки некоторой уникальной технологии, не имеющей близких аналогов, эта задача сводится скорее к определению емкости рынка, который такая технология может создать, то для проектов с меньшей инновационной составляющей, имеющих скорее коммерческую направленность, приходится прибегать к операционным показателям (KPIs), которые, в представлении инвесторов, позволяют достоверно определить будущее развитие бизнеса.

2. Насколько справедливы представления инвесторов о будущей структуре рынка, находящегося в стадии формирования и, следовательно, преимуществах рыночного лидера перед игроками-последователями или альтернативными технологическими решениями / нишевыми игроками?

Остановимся подробнее на обеих указанных проблемах в контексте проектов ранних стадий на рынках онлайн-монетизации.

## «Ошибки измерений» и моральный риск при оценке рыночного потенциала проектов ранних стадий

Сложности в поиске потенциального лидера рынка в венчурных отраслях возникают вследствие того, что компании «Долины смерти» в отличие от проектов более поздних стадий еще не имеют базы финансовых показателей (прибыли, а иногда и выручки), которые позволили бы относительно объективно оценить их рыночное положение и эффективность проекта в сравнении с конкурентами. В результате для оценки успешности проекта венчурные инвесторы вынуждены прибегать к наборам KPI, принятых в данной отрасли, которые не всегда адекватно отражают качество продукта, усилия команды основателей и потенциал роста бизнеса.

Итак, основной задачей венчурного фонда как финансового инвестора является максимизация возврата от вложенных средств, зависящая при прочих равных от стоимости бизнеса в момент продажи. Если абстрагироваться от фактора ликвидности рынка стратегических финансов (т. е. возможности конкурентного M&A или IPO-процесса), стоимость бизнеса является функцией его будущих денежных потоков, или упрощенно — операционной прибыли. Несмотря на несовершенство данного подхода с позиций финансовой теории, большинство представителей инвестиционного сообщества в своих оценках прогнозируют стоимость бизнеса, исходя из мультипликатора EBITDA/EBIT. Отметим, что это допуще-

ние не лишено логики, так как справедливая стоимость компании зависит прежде всего от ее оценки рынком (т. е. инвестиционным сообществом) и может отличаться от теоретической. Таким образом, при построении прогнозов о стоимости бизнеса в момент продажи аналитики фонда руководствуются мультипликаторами публичных компаний и сделок в соответствующей отрасли (величиной, которую условно можно считать экзогенной), потенциалом роста выручки и нормой операционной прибыли, характерной для данной отрасли и бизнес-модели. Следовательно, при отборе потенциальных объектов инвестирования, не имеющих базы финансовых показателей, венчурный инвестор стремится подобрать такие операционные метрики (KPIs), которые наилучшим образом предскажут будущий рост монетизации (оборота) и норму прибыли.

Очевидно, что на технологических рынках, характеризуемых высокой неопределенностью и асимметрией информации между инвестором и командой стартапа, возникает опасность несоответствия фактического потенциала проекта ожидаемому исходя из выбранных операционных индикаторов (в дальнейшем для простоты будем называть ее проблемой «ошибки измерений»). К тому же зачастую в условиях большого количества анализируемых компаний венчурные фонды прибегают к конвенциональным индикаторам, принятым в данной отрасли, не до конца учитывая индивидуальные особенности бизнеса. Например, при оценке успешности проектов электронной коммерции большинство инвесторов ориентируются на входящий траффик электронной площадки, уровень конверсии пользователей в покупки и среднюю стоимость привлечения. При этом могут существенно недооцениваться особенности предпочтений пользователей для различных категорий товаров, специфика организации логистических процессов, факторы пользовательской удовлетворенности от использования электронной площадки.

Другой важной проблемой, сопряженной с использованием операционных индикаторов при анализе успешности стартапа, является возможность оппортунистического поведения менеджмента, деятельность которого как при отборе проектов инвестором, так и в процессе его развития после инвестиционного раунда оценивается исходя из выбранных KPI[8]. Акционерное соглашение между венчурным фондом и основателями проекта при этом представляет собой стимулирующий контракт, в котором мотивация основателей может базироваться не только на их непосредственном вознаграждении как менеджеров, но и на механизме перерасчета долей в акционерном капитале в зависимости от достигнутых проектом операционных результатов (ratchet mechanism). Подобный дизайн стимулирующих контрактов служит прежде всего для предотвращения проблемы морального риска, т. е. оппортунистического поведения агентов (команды основателей проекта) при ненаблюдаемости их усилий со стороны принципала (инвестора) в условиях асимметрии информации, а целевые значения выбранных операционных KPI играют роль сильных внешних стимулов агента. Как было продемонстрировано в работах, посвященных дизайну стимулирующих контрактов, при этом:

- использование сильных внешних стимулов для мотивации агентов на выполнение одних целей может оказывать негативное влияние на выполнение других важных в отношении максимизации выигрыша принципала задач[9];
- «коррумпируемость» сигналов, т. е. риск несоответствия демонстрируемого результата реальному достижению цели, мо-

[8] *Gupta A. K.*, *Sapienza H. J.* Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist — CEO interaction // Acad. Manage. J. 1994. Vol. 37. P. 1618–1632.

[9] *Holmstrom B.*, *Milgrom P.* Multitask principal-agent analyses: incentive contracts, assets ownership, and job design // Journal of law economics and organization. 1991. Special issue. P. 24–52.

жет приводить к непродуктивным или даже контрпродуктивным усилиям агентов[10].

Однако, несмотря на существенные ограничения, которые теория накладывает на дизайн стимулирующих контрактов с сильными внешними стимулами, венчурные инвесторы вынуждены прибегать к ним вследствие большого риска оппортунистического поведения команды проекта.

Стоит также отметить, что переменные KPI далеко не всегда являются экзогенными по отношению к оценке стоимости бизнеса, а зависят исключительно от технических качеств продукта, продуманности бизнес-модели и усилий менеджмента. Нередко инвестируемые фондом средства используются именно для развития тех направлений, которые оцениваются выбранными операционными метриками. В результате возникает опасность неэффективного расходования капиталовложений, так как основатели проекта мотивированы на демонстрацию максимальных результатов по данным направлениям, даже если это экономически нецелесообразно. Весьма показательным в этой связи является пример крупных российских интернет-ритейлеров (Ozon, KupiVIP, Lamoda), которые в период послекризисного бума электронной коммерции в России привлекли значительные инвестиционные раунды и активно использовали полученные от инвесторов средства для проведения агрессивной маркетинговой стратегии с целью быстрого роста пользовательской аудитории. В результате резко возросшая стоимость привлечения, а также нагрузка на логистическую инфраструктуру существенно подпортили экономику проектов — большинство из них, несмотря на внушительный размер и сильный онлайн-бренд, до сих пор не достигли безубыточности и продолжают финансироваться из средств инвесторов. Кроме того, маркетинговая гонка вооружений между крупными проектами, получившими доступ к инвестиционным ресурсам, закрыла вход на рынок для потенциально более эффективных нишевых игроков со сбалансированными расходами на маркетинг.

Другим примером проявления «ошибки измерений» при оценке экономического потенциала проекта служит история российского онлайн-кинотеатра ivi.ru. Бизнес-модель видеопортала предполагает предоставление пользователям бесплатного (монетизируемого через встроенную рекламу) или платного (по подписке) доступа к профессиональному лицензированному видеоконтенту — фильмам, телесериалам, анимации и т. д. Воодушевленные успехом американского аналога Hulu, достигшего оборота в 1 млрд долл. всего за 5 лет своего существования, и огромным потенциалом видеосмотрения растущей российской интернет-аудитории, фонды Baring Vostok и Tiger Global щедро профинансировали проект: по разным оценкам, общая инвестиционная стоимость ivi.ru составила к 2012 г. от 40 до 70 млн долл., что существенно превышало оценку бизнеса всех существовавших на тот момент конкурентов проекта. При этом финансовые инвесторы сделали ставку на растущую аудиторию площадки и наибольший размер библиотеки видеоконтента по сравнению с аналогами. На их дальнейшее развитие через активный маркетинг и закупку премиального контента и ушла большая часть проинвестированных средств. Однако компании, к сожалению, не удалось добиться в среднесрочной перспективе ни стремительного роста аудитории портала, необходимого для наращивания рекламной выручки, ни значительного увеличения платных подписок. Во многом сказались особенности российского рынка видеосмотрения: при наличии в открытом доступе практически любых кино- и телевизионных продуктов в высоком качестве и отсутствии эф-

[10] *Baker G.* The use of Performance Measures in incentive contracting // The American Economics Review. 2000. Vol. 90 (2). P. 414–420.

фективных законодательных инструментов борьбы с видеопиратством каталожная модель видеопортала не могла себя оправдать из-за низкой лояльности интернет-аудитории при огромных вложениях в закупку контента.

Tvigle.ru, основной конкурент ivi, предложил альтернативную модель развития видеоэкосистемы через эффективный программный менеджмент (т. е. предоставление пользователю наиболее актуального для него контента вместо доступа к всеобъемлющему каталогу), фокус на рекламную модель монетизации и масштабирование технологии плеера через сеть партнерских сайтов. Несмотря на преимущества такой модели и высокие показатели роста компании, ей не удалось привлечь необходимые для ускоренного развития финансовые ресурсы из-за неуверенности венчурных инвесторов перед хорошо профинансированным конкурентом. В результате рост компаний и экономический потенциал технологий остались нереализованными за 2 года с момента входа в отрасль крупных инвесторов, а инициативу в продвижении бизнес-модели перехватили крупные государственные медиагруппы (Газпром-медиа и СТС-медиа), пытающиеся развить аналогичные платформы на базе собственного контента.

## Ожидания венчурных инвесторов относительно будущей рыночной структуры

Делая ставку на проекты, обладающие потенциалом рыночного лидерства (а следовательно, требующие больших вложений по более высокой оценке), венчурный инвестор исходит из предположения не только о возможности идентификации таких проектов на ранних стадиях развития, но и возможности получения рыночным лидером существенных преимуществ перед другими игроками в условиях предполагаемой структуры будущего рынка. Очевидно, что на этапе формирования технологии, когда еще недостаточно хорошо понятны основные факторы конкуренции за пользователя и дифференциации продукта, влияние смежных технологий и сложность создания сервисов-заменителей, прогнозирование рыночной структуры является весьма сложной задачей. В то же время распространенность стратегии «победитель получает все» показывает, что венчурные инвесторы на технологических рынках склонны высоко оценивать преимущества игрока № 1 перед остальными проектами. Это представление зачастую является адаптивным, т. е. основанным на опыте успешных стартапов на уже сформировавшихся рынках онлайн-монетизации. При этом инвестор в своих ожиданиях распространяет на новую отрасль типичные характеристики рыночной структуры для других технологических отраслей:

- высокие барьеры входа, обусловленные высокой инновационной составляющей продукта или экспертизой, накопленной в ходе разработки и продвижения новой бизнес-модели;
- высокая концентрация рынка вследствие монополизации технологии одним или несколькими крупными игроками (в том числе посредством инструментов защиты интеллектуальной собственности);
- высокая дифференциация продукта/сервиса, служащего для удовлетворения узкой рыночной потребности;
- необходимость поддержания между игроками высокого уровня асимметрии информации, имеющей решающее значение для стратегического планирования конкурентов (нередко интернет-компании не раскрывают даже данные о динамике своих продаж);
- широкие географические границы отрасли, обеспечивающие возможность масштабирования бизнеса в другие регионы при незначительных инвестициях;
- отсутствие существенных угроз со стороны рынков субститутов в связи с уникальностью предлагаемой технологии либо фокусом бизнес-модели на удовлетворение узкой рыночной потребности.

Вернемся к основной задаче венчурного инвестора, максимизирующего возврат от вложенных средств через инвестиции в проекты с наибольшим потенциалом роста капитализации. Ожидания относительно рыночной структуры будущего рынка, формируемого новой технологией, необходимы инвестору для прогнозирования объемов продаж и нормы прибыли портфельной компании, зависящих от уровня концентрации и монопольной власти доминирующего игрока и определяющих, как было показано, стоимость проекта в момент выхода. Чем более концентрированным принимается рынок, чем выше оценка барьеров входа, обусловленных разработкой продукта или бизнес-модели, тем более мотивированным будет выбор венчурного инвестора в пользу потенциального рыночного лидера, даже если он будет предполагать более дорогостоящие вложения на данном этапе. Напротив, для рынков с относительно низкой инновационной составляющей и потенциалом роста для множества игроков венчурные инвесторы должны быть, скорее, заинтересованы в предоставлении средств менее крупным проектам, способным принести фонду большую отдачу[11].

В этой связи могут возникать 2 эффекта, действующие в противоположных направлениях: с одной стороны, перед последователем стоит задача преодоления барьеров входа, созданных первым игроком в отрасли, что может сделать разработку и продвижение его продукта более дорогостоящими, с другой — на рынках онлайн-монетизации инновационный проект идентифицирует рыночную потребность и формирует аудиторию пользователей продукта/сервиса, что упрощает и ускоряет продвижение альтернативного решения последователем. В результате при наличии доступа к инвестиционным средствам в некоторых случаях успешные проекты-последователи могут захватывать рынок у первоначального лидера либо существенно занижать его потенциал роста и норму прибыли.

Однако, как показывает практика венчурного инвестирования, фонды ранних стадий склонны завышать ожидаемый уровень концентрации и барьеры входа на будущих рынках, что и приводит к ориентации исключительно на проекты — рыночные лидеры в текущей перспективе. Ключевая проблема данной стратегии состоит в том, что вне зависимости от фундаментальных предпосылок для формирования той или иной рыночной структуры отсутствие доступа к альтернативным источникам финансирования изначально ограничивает возможности компаний-последователей, что приводит к вымыванию из отрасли:

- проектов, предлагающих альтернативные (возможно, обладающие большим экономическим потенциалом) технологические решения для удовлетворения той же рыночной потребности;
- нишевых игроков, т. е. компаний-специалистов, предлагающих сходные продукты для удовлетворения более узких либо смежных потребностей рынка.

Иными словами, венчурные фонды, играющие решающую роль в продвижении инновационных проектов, фактически сами создают высококонцентрированную рыночную структуру исходя из своих ожиданий, даже если фундаментальные особенности технологии и бизнес-модели предполагают большее разнообразие рыночных игроков. В лучшем случае это может приводить к монополизации технологии наиболее эффективной компанией-разработчиком, первой выведшей продукт или сервис на рынок. Однако, как было показано в предыдущем разделе, иногда оценка венчурным фондом потенциала успешности проекта может быть завышена вследствие проблемы «ошибки измерений». В результате инвестиционная стратегия венчурных фондов может привести к доминированию на рынке относитель-

[11] *Schwienbacher A*. Innovation and Venture Capital Exits // The Economic Journal. 2008. Vol. 118. №533. P. 1888–1916.

но менее эффективного игрока, что, в свою очередь, окажет негативное влияние на развитие технологии / бизнес-модели в целом.

Одним из наиболее успешных интернет-проектов на российском рынке на сегодняшний день считается портал частных объявлений Avito.ru, привлекший свыше 125 млн долл. инвестиций от ведущих российских и международных инвесторов (Accel Partners, Baring Vostok, Naspers) и достигший оценки, превышающей 1 млрд долл. (мультипликатор > 10х к обороту). Повышенный интерес к стартапу со стороны инвесторов неслучаен: подобные площадки (online classifieds) занимают львиную долю (до 20–25%) общего оборота интернет-торговли за рубежом. При этом Avito, несмотря на наличие опытных конкурентов в лице печатных изданий, стал первым игроком, выведшим качественный онлайн-продукт на рынок и начавшим его агрессивное продвижение через покупку интернет-траффика и телевизионную рекламу. Несмотря на чудовищную поначалу экономику проекта, инвесторам и команде удалось создать за несколько лет армию лояльных пользователей ресурса, фактически трансформировав индустрию частных объявлений, прописав ее онлайн. При этом акционеры руководствовались классической стратегией «победитель получает все», предполагая, что в долгосрочной перспективе успешным на данном рынке может остаться только один ведущий игрок.

В то же время примеры более зрелых рынков показывают, что online classifieds — крайне сегментированная по категориям товаров и географическому местоположению отрасль. Причем для наиболее привлекательных в аспекте монетизации категорий (недвижимость, автомобили, поиск работы) принципиально важны адаптация продукта под специфические потребности пользователя при поиске объявлений по данной категории и наличие отлаженных связей с бизнес-партнерами, т. е. поставщиками соответствующих товаров и услуг (агентствами недвижимости, автодилерами, работодателями). Иными словами, в отсутствие фактора доступа к инвестиционным ресурсам наиболее выгодное положение на рынке должны занимать эффективные категорийные (verticals) и региональные специалисты, обладающие качественным продуктом и доступом к релевантному контенту. Однако на рынке российских classifieds возникает существенное ограничение для развития таких проектов вследствие возведенного посредством масштабных инвестиций барьера входа в виде огромной лояльной аудитории пользователей Avito, для конкуренции с которым необходимы дополнительные инвестиционные ресурсы. В результате, несмотря на отсутствие фундаментальных предпосылок к монополизации отрасли, ожидания инвесторов в отношении формирующейся рыночной структуры в действительности приводят к исходу «победитель получает все», цена которого, как будет показано ниже, может оказаться слишком высокой для самих инвесторов.

## Влияние инвестиционного сентимента на принятие решений фондами ранних стадий

Еще одним фактором, оказывающим существенное влияние на принятие решений венчурными фондами, является инвестиционный сентимент, или настроение инвестиционного сообщества. Отчасти этот феномен является одним из проявлений адаптивных ожиданий инвесторов в условиях высокой неопределенности относительно экономического потенциала проекта. Управляющие команды фондов, не обладающие всей полнотой информации о рассматриваемом рынке и достаточной экспертизой для понимания всех подводных камней бизнес-модели, зачастую ориентируются на инвестиционные решения, принятые другими фондами в отношении того или иного про-

екта[12]. Учитывая небольшое количество активных венчурных фондов и наличие постоянных деловых площадок для обмена мнениями в профессиональном инвестиционном сообществе, экспертные оценки коллег о наиболее актуальных технологических проектах распространяются по рынку чрезвычайно быстро. В результате в отношении одних компаний формируется спекулятивный спрос инвесторов, которые финансируют проект один за другим, существенно завышая оценку бизнеса, другие же, напротив, получают отказ потенциальных инвесторов, несмотря на отсутствие объективных причин считать проект малоперспективным. Причем, как было показано на примере инвестиционной истории онлайн-кинотеатра ivi.ru, нередко фонды могут отказываться от участия в проекте не столько из-за прохладного отношения к нему коллег по инвестиционному сообществу, сколько из-за наличия хорошо профинансированного конкурента.

Тем самым присутствующий на рынке инвестиционный сентимент может еще больше способствовать монополизации отрасли игроками, получившими поддержку венчурных фондов и создавшими барьеры для входа других проектов, возможно, более эффективных в контексте удовлетворения тех или иных рыночных потребностей. Отметим, что спекулятивный спрос инвесторов на актив опасен не только из-за угрозы вырождения рыночной структуры на стадии формирования отрасли, но и по причине снижения доходности вложений для самих инвесторов, особенно присоединившихся к более поздним раундам финансирования. Каждый из инвесторов проекта стремится максимизировать его стоимость на момент своего выхода, вследствие чего оценка бизнеса с каждым раундом повышается, причем ее рост часто превышает динамику фундаментальных (операционных и финансовых) показателей проекта. В действительности аппетиты акционеров стартапа значительно ограничиваются потребностями бизнеса в капитале, однако проблемы с привлечением «оптимистично настроенного» инвестора на пике популярности проекта, когда начинает действовать тот самый положительный инвестиционный сентимент, обычно не возникает: с достижением компанией стадии капитала роста степень несклонности к риску инвесторов снижается, а ожидания в отношении успешности бизнеса растут. В результате образуется своеобразный инвестиционный пузырь: для выгодного выхода из проекта инвесторам поздних стадий оказывается необходимой очень успешная продажа бизнеса стратегическому инвестору либо публичное размещение. При этом весьма вероятна ситуация, в которой:

- стратегический инвестор окажется не готовым покупать проект по оценке, которая удовлетворила бы действующих финансовых инвесторов вследствие слишком длинного периода окупаемости;
- сам проект, несмотря на уверенную динамику избранных для мониторинга операционных метрик, окажется в долгосрочной перспективе не таким уж успешным вследствие переоценки инвесторами потенциала роста или уже упомянутой проблемы «ошибки измерений» и сопутствующей ей низкой эффективности использования инвестиций.

Несмотря на кажущуюся сложность данного предположения, подобная ситуация сегодня наблюдается в большинстве сегментов российского онлайн-рынка: после ряда крупных сделок по привлечению капитала в ведущие интернет-проекты, громких публичных размещений и сделок со стратегическими инвесторами не последовало, в результате чего фонды в условиях замедления темпов роста рынка вынуждены бороться за повышение эффективности использования вложенных средств и оптимизацию экономики проектов, чтобы по крайней мере выйти на безубыточность.

[12] *Zacharakis A. L.*, *Meyer G. D.* A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? // J. Bus. Venturing. 1998. Vol. 13. P. 57–76.

Иллюстрацией подобной ситуации является пример выхода на российский рынок известного купонного сайта Groupon, который предпочел выкупить не крупнейшего на тот момент рыночного игрока Biglion, а проект меньшего размера, но с более разумной оценкой — Darberry.

Данная проблема напоминает известный по работам, посвященным теории аукционов, феномен «проклятие победителя» (winner's curse): в результате соперничества за актив с неизвестной стоимостью побеждает инвестор, для которого ожидаемая ценность актива оказалась наиболее высокой, а значит, в большинстве случаев не соответствующей его реальной стоимости[13].

Можно сказать, что стратегия «победитель получает все», вызывающая цепную реакцию инвестирования все новыми и новыми фондами (в наиболее успешных интернет-проектах могут принимать участие более 10 финансовых инвесторов), повышает риск возникновения «проклятия победителя», особенно в случае, если потенциал роста компании на ранних стадиях был недостаточно хорошо оценен из-за «ошибки измерений», а в фазе капитала роста решения новых инвесторов были мотивированными инвестиционным сентиментом на рынке. Неприятным последствием данного феномена может служить «запирание» венчурного рынка в целом: в результате неудачного опыта нескольких крупных проектов инвестиционный сентимент меняется на резко отрицательный — финансовые инвесторы разочаровываются в потенциале отрасли, а доступ к стратегическим вложениям и публичному рынку оказывается ограниченным вследствие недостаточной зрелости и завышенной оценки ведущих игроков. Подобная ситуация наблюдается сегодня на российском рынке электронной коммерции, инвестиции в который крупных международных фондов не принесли быстрой отдачи.

## Краткие выводы анализа

Итак, одной из причин значительного дефицита инвестиционных средств для технологических стартапов ранних стадий, терпящих неудачу в «Долине смерти», несмотря на значительный экономический потенциал, являются особенности стратегического поведения венчурных инвесторов. В условиях высокой неопределенности относительно емкости рынка и разрабатываемой бизнес-модели они предпочитают инвестировать исключительно в проекты, потенциально способные стать рыночными лидерами. При этом, с одной стороны, для оценки успешности проектов венчурные фонды прибегают к наборам операционных показателей, которые могут не вполне адекватно прогнозировать будущее развитие бизнеса, с другой — их ожидания в отношении рыночной структуры формирующейся отрасли, а значит, и преимуществ лидирующего игрока перед последователями могут оказаться ошибочными. Тем не менее придерживание такой стратегии отбора портфельных компаний отрезает доступ к инвестиционным средствам большому количеству перспективных стартапов, предлагающих альтернативные технологические решения или нишевые продукты, что в действительности может привести к монополизации отрасли. При этом инвесторы, подверженные влиянию инвестиционного сентимента в отношении популярного проекта-лидера, могут оказаться в ловушке, завысив его оценку и сделав затруднительным выход из проекта через продажу стратегическому инвестору или публичное размещение.

Поскольку одним из важных факторов формирования инвестиционной стратегии венчурных фондов является принятая в них система взаимодействий между акционерами-принципалами и менеджера-

[13] *Audra L., Boone J., Mulherin Harold.* Do auctions induce a winner's curse? New evidence from the corporate takeover market // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 89. Issue 1. P. 1–19.

ми-агентами, ключ к решению проблемы может лежать в совершенствовании организационного дизайна фондов ранних стадий. Однако решение данной задачи требует глубокого анализа различных эффектов, оказывающих влияние на равновесные стратегии принципалов, менеджеров фонда и команд проектов, что может стать предметом отдельного теоретического исследования.

## Список литературы


1. *Киселкина О. В.* Проблемы развития быстрорастущих компаний в российской экономике // Современная конкуренция. 2013. №1 (37). С. 65–68.
2. *Курнышева И. Р.* Развитие институтов конкуренции и конкурентных отношений в российской экономике // Современная конкуренция. 2013. №1 (37). С. 49–57.
3. *Фияксель Э. А.*, *Ермакова Е. А.* Единство и борьба венчурных инвестиций // Современная конкуренция. 2011. №4 (28). С. 62–73.
4. *Audra L.*, *Boone J.*, *Mulherin Harold*. Do auctions induce a winner's curse? New evidence from the corporate takeover market // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 89. Issue 1. P. 1–19.
5. *Baker G*. The use of Performance Measures in incentive contracting // The American Economics Review. 2000. Vol. 90 (2). P. 414–420.
6. *Cumming D*. Contracts and Exits in Venture Capital Finance // The Review of Financial Studies. 2008. Vol. 21. №5. P. 1947–1982.
7. *Fiet J. O*. Risk avoidance strategies in venture capital markets // J. Manage. Stud. 1995. Vol. 32. P. 551–575.
8. *Gupta A. K.*, *Sapienza H. J*. Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments // J. Bus. Venturing. 1992. Vol. 7. P. 347–363.
9. *Gupta A. K.*, *Sapienza H. J*. Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist — CEO interaction // Acad. Manage. J. 1994. Vol. 37. P. 1618–1632.
10. *Hall J.*, *Hofer C. W*. Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation // J. Bus. Venturing. 1993. Vol. 8. P. 25–43.
11. *Holmstrom B.*, *Milgrom P*. Multitask principal-agent analyses: incentive contracts, assets ownership, and job design // Journal of law economics and organization. 1991. Special issue. P. 24–52.
12. *Holmstrom B.*, *Milgrom P*. The firm as an incentive system // The American Economics Review. 1994. Vol. 84 (4). P. 972–991.
13. *Karlinger L.*, *Motta M*. Exclusionary pricing when scale matters. // The Journal of Industrial Economics. 2012. Vol. 60. №1. P. 75–103.
14. *Schwienbacher A*. Innovation and Venture Capital Exits // The Economic Journal. 2008. Vol. 118. №533. P. 1888–1916.
15. *Shepherd D. A*. Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival // Management Science. 1999. Vol. 45. №5. P. 621–632.
16. *Zacharakis A. L.*, *Meyer G. D*. A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? // J. Bus. Venturing. 1998. Vol. 13. P. 57–76.
17. *Zacharakis A. L.*, *McMullen J. S.*, *Shepherd D. A*. Venture Capitalists' Decision Policies across Three Countries: An Institutional Theory Perspective // Journal of International Business Studies. 2007. Vol. 38. №5. P. 691–708.


## References


1. Kiselkina O. V. Problemy razvitija bystrorastushhih kompanij v rossijskoj jekonomike. *Sovremennaja konkurencija*, 2013, no. 1 (37), pp. 65–68.
2. Kurnysheva I. R. Razvitie institutov konkurencii i konkurentnyh otnoshenij v rossijskoj jekonomike. *Sovremennaja konkurencija*, 2013, no. 1 (37), pp. 49–57.
3. Fijaksel' Je. A., Ermakova E. A. Edinstvo i bor'ba venchurnyh investicij. *Sovremennaja konkurencija*, 2011, no. 4 (28), pp. 62–73.
4. Audra L. Boone, Harold J. Mulherin. Do auctions induce a winner's curse? New evidence from the corporate takeover market. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, issue 1, pp. 1–19.
5. Baker G. The use of Performance Measures in incentive contracting. *The American Economics Review*, 2000, vol. 90 (2), pp. 414–420.
6. Cumming D. Contracts and Exits in Venture Capital Finance. *The Review of Financial Studies*, 2008, vol. 21, no. 5, pp. 1947–1982.

7. Fiet J. O. Risk avoidance strategies in venture capital markets. *J. Manage*. Stud., 1995, vol. 32, pp. 551–575.
8. Gupta A. K., Sapienza H. J. Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *J. Bus. Venturing,* 1992, vol. 7, pp. 347–363.
9. Gupta A. K., Sapienza H. J. Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist — CEO interaction. *Acad. Manage. J.*, 1994, vol. 37, pp. 1618–1632.
10. Hall J., Hofer C. W. Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *J. Bus. Venturing*, 1993, vol. 8, pp. 25–43.
11. Holmstrom B., Milgrom P. Multitask principal-agent analyses: incentive contracts, assets ownership, and job design. *Journal of law economics and organization*, 1991, Special issue, pp. 24–52.
12. Holmstrom B., Milgrom P. The firm as an incentive system. *The American Economics Review*, 1994, vol. 84 (4), pp. 972–991.
13. Karlinger L., Motta M. Exclusionary pricing when scale matters. *The Journal of Industrial Economics*, 2012, vol. 60, no. 1, pp. 75–103.
14. Schwienbacher A. Innovation and Venture Capital Exits. *The Economic Journal*, 2008, vol. 118, no. 533, pp. 1888–1916.
15. Shepherd D. A. Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival. *Management Science*, 1999, vol. 45, no. 5, pp. 621–632.
16. Zacharakis A. L., Meyer G. D. A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *J. Bus. Venturing*, 1998, vol. 13, pp. 57–76.
17. Zacharakis A. L., McMullen J. S., Shepherd D. A. Venture Capitalists' Decision Policies across Three Countries: An Institutional Theory Perspective. *Journal of International Business Studies*, 2007, vol. 38, no. 5, pp. 691–708.

*L. Levin, Postgraduate Student, the Department of Economic Analysis of Organizations and Markets, the Department of Applied Economics, the Faculty of Economics, NRU-HSE, lmlevin@hse.ru*

## VENTURE INVESTMENTS AS AN ENTRY BARRIER TO THE DEVELOPING TECHNOLOGY MARKETS: THE INFLUENCE OF VENTURE FUNDS STRATEGIES ON THE MARKET MONOPOLIZATION

The article deals with the problem of a limited access to the venture financing for the early stage technology startups (so called «Death Valley» companies) which results in the industry monopolization by several large players despite a significant economic potential of alternative technology solutions and niche products. The author demonstrates that venture funds maximizing the return on their investments typically prefer to invest only in potential market leaders. While following such investment strategy the investors typically use a set of standard operational KPIs which might inadequately forecast the future development of the business. Besides the investor's expectation with respect to the anticipated market structure and therefore the advantages of the leader's position vs. the followers might be inaccurate. However, given that early stage startups have almost no access to alternative sources of funding, the strategies of venture investors might result in the depletion of smaller players and eventually technology monopolization, which has been proved by several examples on the Russian internet market. The problem might escalate sue to the significant influence of investor's sentiment (i. e. the expert opinion of other venture market's players on the project's potential) on the venture fund's decision-making process.

**Keywords:** venture investment, technology markets, entry barriers, venture firms development expectations.