Европейский рынок прямых инвестиций (Private Equity)

Ясмин Комшилова - МЭО-МИЭП, 2 курс

РЕЗЮМЕ

Цель данной статьи — формирование целостной картины о европейском рынке частных капиталовложений (Private equity) через анализ динамики и тенденций, структурных особенностей, а также его позиции на мировом рынке. Исследование основывается на данных 2021-го года об инвестиционной деятельности стран-членов ЕС, а также Швейцарии, Великобритании и Норвегии. Дается теоретическая основа концепции частных капиталовложений: характеризуется понятие частных капиталовложений, определяются особенности данного типа активов, механизм осуществления инвестиций, обозначаются основные виды капиталовложений и их свойства, проводится анализ объемов, структуры и динамики европейского рынка частных капиталовложений. В частности, исследование рассматривает данные в зависимости от категорий инвестиций, сфер деятельности портфельных компаний, типов инвестиционных фондов европейских стран и регионов местонахождения инвесторов и портфельных компаний. Особое внимание уделяется влиянию пандемии на различные показатели в конъюнктуре рынка.

В результате исследования автор приходит к следующим выводам: рынок частных капиталовложений является быстрорастущим и высоко прибыльным, как в Европе, так и в мире. В 2021-ом году наблюдается значительный рост объема европейских частных капиталовложений, это касается прежде всего капитала роста и венчурных инвестиций в наукоемкие ИТ-компании, сферу биотехнологий и здравоохранения, в сферу финансов и страхования.

Европейские страны с наиболее сильными позициями в области частных капиталовложений — Великобритания, Франция, Нидерланды, Швеция и Люксембург, что обусловливается развитой финансовой системой и большим количеством инновационных компаний. В Германии и Швейцарии имеется большой потенциал роста в связи со значительным дисбалансом между степенью развитости экономики и объемами частных капиталовложений.

В мировом масштабе европейский капитал отличается большим объемом инвестиций через выкуп зрелых компаний, нежели венчурных инвестиций и капитала роста.

Европейский рынок Private equity отличается большей устойчивостью и способностью к долгосрочному росту относительно рынков в Азии и США.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

Частные капиталовложения; частный капитал; непубличные компании; венчурные инвестиции; капитал роста; выкуп долговым финансированием; европейский рынок частных капиталовложений; коронакризис.

Для связи с автором: yasmin.kh11101@gmail.com
19454 Россия, Москва, проспект Вернадского, 76

European Private Equity Market

Yasmin Komshilova - International Institute of Energy Policy and Diplomacy, 2 year

MGIMO University

ABSTRACT

The purpose of this article is to form a holistic picture of the European private equity market through an analysis of the dynamics and trends, structural features, as well as its position in the global market. The study is based on data from 2021 on the investment activity of EU member states, as well as Switzerland, UK and Norway. The author presents a theoretical basis through characterizing the features of this asset class, the main types of investment and their properties. The volume, structure and dynamics of the European private equity market are analyzed. The study considers data depending on investment categories, areas of activity of portfolio companies, types of investment funds in countries and regions where investors and portfolio companies are located. An analysis is also made of the position of private equity in European countries depending on the indicators of innovative efficiency, state support for R&D, country risks and the business climate. As a result, a grouping of countries with similar indicators in terms of these factors and the share of Private equity in GDP was proposed.

KEYWORDS

Private equity; non-public companies; venture capital; growth capital; leveraged buyouts; European private equity market; COVID-19 recession.

Contact the author via yasmin.kh11101@gmail.com

76, Prospect Vernadskogo Moscow, Russia, 119454

ВВЕДЕНИЕ

Недостаток финансовых ресурсов может быть существенным препятствием на пути развития инноваций и конкурентоспособности компании. Одним из способов финансирования экономической деятельности является использование частных капиталовложений (Private equity), которые используются для большого круга целей: разработка и внедрение новых технологий, расширение ассортимента и повышение качества продукции, расширение каналов сбыта, улучшение человеческого капитала и прочее. Фонды частных капиталовложений вносят существенный вклад в экономическое развитие. Финансируя компании, которые считаются слишком рискованными для массового инвестора, они способствуют научно-технологическому прогрессу, создают рабочие места и положительно влияют на деловой климат в целом. Благодаря накопленному опыту по развитию проектов, фонды выступают центрами притяжения и роста для наиболее перспективных компаний. Amazon, Microsoft, Apple, Google — все были в своё время поддержаны частным капиталом.

Традиционно рынок частных капиталовложений США считается наиболее передовым, однако во время пандемии Covid-19 именно европейский рынок доказал свою чрезвычайную стойкость: на фоне мирового спада сбора средств (fundraising) для частных капиталовложений на 21,8% в 2020 году в Европе данный показатель вырос на 7,6%[1]. Сейчас объем частных капиталовложений в Европе растет рекордными темпами. Беспрецедентно бурное развитие данного типа активов, обусловливает актуальность темы данной статьи.

Объект исследования данной работы — европейский рынок частных капиталовложений. В рамках статьи будут рассматриваться данные стран-членов ЕС, а также Швейцарии, Великобритании и Норвегии.

Предметом исследования являются структура, динамика и основные тенденции на европейском рынке частных капиталовложений.

В рамках данной работы необходимо решить следующие задачи:

- охарактеризовать понятие частных капиталовложений (Private equity) и рассмотреть категории данного вида активов;
- проанализировать структуру и динамику объемов частных капиталовложений в Европе в зависимости от категорий инвестиций, типов инвестиционных фондов, секторов экономики, стран и регионов, в которые инвестиции были осуществлены;
- проанализировать положение Private equity в европейских странах в зависимости от показателей инновационной эффективности, государственной поддержки НИОКР, страновых рисков и делового климата;
- описать положение европейского рынка в глобальном рынке частных капиталовложений.

Цель данной статьи — формирование целостной картины европейского рынка частных капиталовложений через анализ структурных особенностей, тенденций и перспектив, а также роли

[1] A year of disruption in the private markets // McKinsey Global Private Markets Review — 2021. — P. 6

данного рынка в мировом контексте.

Частные капиталовложения: теоретическая основа

Понятие частных капиталовложений (Private equity)

Под понятием Private equity (PE) подразумевается класс активов,

a) состоящий из долевых ценных бумаг или долговых обязательств, которые не размещаются публично на фондовой бирже[2], и

b) привлеченный для достижения конкретной цели компании[3].

Частный капитал используется для достижения определенной цели, которая варьируется в зависимости от этапа развития компании и ее потребностей. Например, капитал может пойти на финансирование запуска или модернизации производственной деятельности, реструктуризации компании, выхода на новые рынки, осуществления крупных приобретений, и т.д.

Стоит выделить ряд особенностей, отличающих Private equity от иных инвестиций в непубличные компании:

1. относительно длинный горизонт инвестирования (5 – 10 лет);

2. высокий порог входа для инвесторов (от $250 000);

3. высокие риски, оправданные потенциально высокой доходностью;

4. низкая ликвидность активов;

5. возможное участие инвестиционного фонда в управлении[4].

Private equity часто рассматривается инвесторами как ключевой инструмент диверсификации портфеля, поскольку слабее коррелирует с общими макроэкономическими тенденциями, чем классические краткосрочные и высоколиквидные финансовые инструменты.

В научной и учебной литературе термин “Private equity” как класс активов объединяет в себе венчурный капитал, капитал роста и выкуп долговым финансированием[5]. В России отсутствует равнозначный по смыслу перевод понятия Private equity, поэтому в данной статье будет использоваться максимально близкий термин — «частные капиталовложения». В данной статье понятие «частные капиталовложения» будет использоваться как синоним Private equity и включать в себя как капитал роста и выкуп долговым финансированием, так и венчурный капитал.

Категории частных капиталовложений

Выкуп

6. Выкуп долговым финансированием (Leveraged buyout, LBO) — приобретение контрольного пакета акций относительно зрелых компании с использованием значительной доли заемных средств. При этом активы приобретаемой компании выступают в качестве обеспечения по кредиту,

[2] Fraser-Sampson G. Private Equity as an Asset Class / G. Fraser-Sampson // John Wiley & Sons Inc. — 2010. — 2nd edition — P. 3.

[3] Demaria C. Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO and Turn-Around Capital / C. Demaria // John Wiley & Sons Inc. — 2013. — 2nd edition — P. 221.

[4] Fraser-Sampson G. Private Equity as an Asset Class / G. Fraser-Sampson // John Wiley & Sons Inc. — 2010. — 2nd edition — P. 280.

[5] Prowse S.D (1998), Demaria C. (2003), Fraser-Sampson G. (2010), Mishkin F.S., Eakins S.G. (2017)

привлеченному для выкупа[6].

В отечественной научной литературе сделки LBO могут также именоваться «кредитным выкупом» или «финансируемым выкупом»[7].

Можно провести параллель между приобретением компании посредством LBO и покупкой недвижимости за счет ипотечного кредитования. Приобретаемая недвижимость выступает в качестве залога, аналогично как и активы целевой компании служат гарантией заемного финансирования. Для обслуживания долговых обязательств, привлеченных для приобретения компании, используется ее денежный поток. Аналогично арендные платежи от сдачи купленной недвижимости могут быть источником погашения ипотечного кредита.

Выделяют следующие позитивные аспекты перевода собственности фирм в Private equity через LBO:

— Возникновение эффекта «налогового щита» за счет использования заемного финансирования. Увеличение затрат, подлежащих вычету из облагаемого налога (возмещение заемных средств), вызывает уменьшение налоговых обязательств[8];

— Больше возможностей и более высокая гибкость при принятии решений менеджментом в связи с отсутствием давления со стороны миноритарных акционеров при публичном владении компанией. Например, топ-менеджеры могут обосновать частным владельцам временную приостановку постоянной генерации прибыли для проведения глубоких качественных преобразований внутри компании;

— Менеджмент получает возможность стать владельцами значительной доли компании. Это один из способов решения проблемы принципал-агента за счет выравнивания интересов руководителей с интересами инвесторов[9].

Венчурные инвестиции

Венчурные инвестиции — финансирование новых, активно растущих и борющихся за место на рынке фирм. Венчурные инвестиции характеризуются высокой степенью риска в сочетании с ожидаемым высоким уровнем прибыли. Модель венчурного финансирования предполагает вероятность полной потери вложений в каждый отдельный проект, при этом прибыльность достигается за счет отдачи от наиболее удачных вложений.

Молодые компании часто сопровождаются высокой степенью неопределенности, особенно когда речь идет о высокотехнологичных отраслях. В результате возникающей асимметричности информации внешнее финансирование для таких компаний ограничено или даже невозможно. Венчурные инвестиции уменьшают данную асимметричность и позволяют молодым компаниям получить необходимый капитал для роста. Стоит отметить, что в отличие от привлечения

[6] Пятицкая Л.Е. Рынок LBO: теоретические предпосылки, современное состояние и перспективы / Л.Е. Пятицкая // Финансы и кредит. — 2007. — 36 (276) — С. 30.

[7] Пятицкая Л.Е (2007), Сухарев О.В. (2007), Коннова А.С. (2014).

[8] Пятицкая Л.Е. Рынок LBO: теоретические предпосылки, современное состояние и перспективы / Л.Е. Пятицкая // Финансы и кредит. — 2007. — 36 (276) — С. 30.

[9] Там же.

средств за счет банковских кредитов или облигаций, венчурные капиталовложения подразумевают владение инвестором долей в компании. Стартапы обычно находятся в частной собственности, поэтому доли в них не размещаются на публичные торги и крайне неликвидны. В результате можно определить венчурные инвестиции как долгосрочные инвестиции с горизонтом в 7 – 10 лет.

Также стоит отметить, что инвесторы нередко занимают места в совете директоров финансируемой компании и активно участвуют в менеджменте, предоставляя свой опыт для осуществления роста и развития портфельной компании.

Венчурные инвестиции могут осуществляться на различных стадиях развития молодой компании. Выделяют три основных вида венчурных инвестиций по данному признаку:

 Посевное финансирование предоставляется до того, как компания выходит на рынок. Средства выделяются на финансирование исследований, разработку продукта, проведение рыночных испытаний, создание прототипов и т.д.

 «Стартапы» получают финансирование после завершения разработки продукта или услуги с целью старта процесса массового производства и дистрибуции.

 Финансирование на более поздних стадиях предоставляется компаниям, которые начали коммерческое производство, но которым требуются дополнительные средства для выхода в прибыль.

Капитал роста

Капитал роста (Growth capital) — частные капиталовложения в миноритарные пакеты акции средних компаний для финансирования расширения или модернизации операционной деятельности, реструктуризации компании, выхода на новые рынки, осуществления крупных приобретений и прочее.

В отличие от венчурных инвестиций, когда финансируется первоначальный рост молодой компании, капитал роста привлекается более зрелыми компаниями для осуществления трансформационного перехода в своем жизненном цикле. Данные компании нуждаются в привлечении капитала с отсутствием риска потери контроля над своими активами. В данной ситуации условия банковского кредитования оказываются слишком дорогостоящими, а проведение первичного размещения акций — преждевременным. При осуществлении инвестиций посредством капитала роста, основатель компании разделяет финансовый риск развития предприятия с внешним инвестором в обмен на миноритарную долю учредительного капитала и, соответственно, несущественную долю прибыли.

Преимущества приобретения капитала роста для компании:

- компания обеспечивает себя оборотными средствами в обмен на проданные акции, которые обычно являются дополнительным выпуском;

- компания получает источник долговременного выгодного финансирования, которое может осуществляться и после продажи данного пакета акций.

Преимущества финансирования капитала роста для инвестора:

- инвестор получает гарантированный доход посредством привилегированных акций или долговых ценных бумаг, что можно рассматривать как относительно надежное, консервативное вложение;
- инвестор может влиять на процессы объекта инвестирования;
- инвестор имеет возможность продолжить поэтапное инвестирование путем последующих покупок ценных бумаг или выдачи займов.

Анализ европейского рынка частных капиталовложений

Объем частных капиталовложений в Европе и его динамика

Общий объем Private equity в Европе в первом полугодии 2021 года составил 57,3 миллиарда евро[10] (см. График 1). По сравнению с первым полугодием 2020 года этот показатель вырос на 38,4%, а по сравнению с первым полугодием 2019 года — на 26,5%. В целом с 2016-го года можно наблюдать исключительно рост общего уровня инвестиций, причем за пять лет он увеличился на 96,2%. Исключение в такой положительной динамике в последние годы — спад в первом полугодии 2020-го года на 25%, связанный с пандемией Covid-19. Тем не менее, объем частных капиталовложений восстановился и продолжил расти уже через год[11] [12].

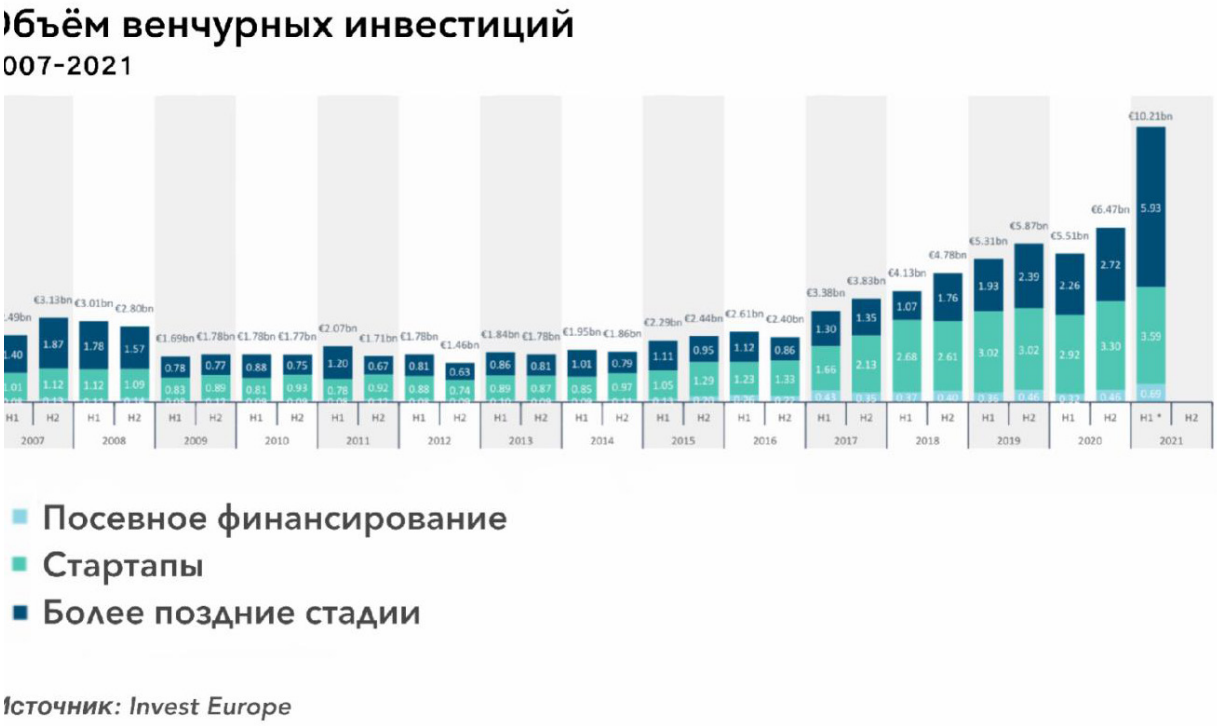


График 1: Объем частных капиталовложений в Европе за период 2007 – 2021
Источник: Invest Europe

[10] Private Equity Activity H1 2021. — Investing in Europe — 2021. — P. 17.

[11] Ibid.

[12]

Наиболее значительный рост объемов инвестиций наблюдается в капитале роста. По сравнению со вторым полугодием 2020-го года в первом полугодии 2021-го года объем данной категории вырос на 9,2 миллиарда, то есть более чем в два раза, и составил 17,5 миллиарда евро[13] (см. График 1). Тем не менее, капитал роста оказался не очень стабильным, так как в первом полугодии инвестиции упали на 36,4% и не восстановили рост во втором полугодии 2020-го года[14].

Можно наблюдать значительный рост объемов венчурных инвестиций в Европе за последние годы. Если в период 2009 – 2014 гг. объем венчурных инвестиций в каждом полугодии колебался в пределах 1,4 – 2 миллиарда евро, то с первого полугодия 2015 объем неуклонно растет (см. График 2). Если сравнивать показатели первого полугодия 2015-го и первого полугодия 2021-го, то объем венчурных инвестиций вырос в 4,5 раза — на 7,92 миллиарда евро[15].

Стоит заметить, что пандемия Covid-19 не имела значительного влияния на объем венчурных инвестиций в Европе: показатель упал лишь на 6,1% в первом полугодии 2020-го года, а уже во втором полугодии их рост восстановился. По сравнению со вторым полугодием 2020-го года объем венчурных инвестиций вырос на 57,8% в первом полугодии 2021-го и составил 10,2 миллиарда евро[16].

Объем частных капиталовложе-

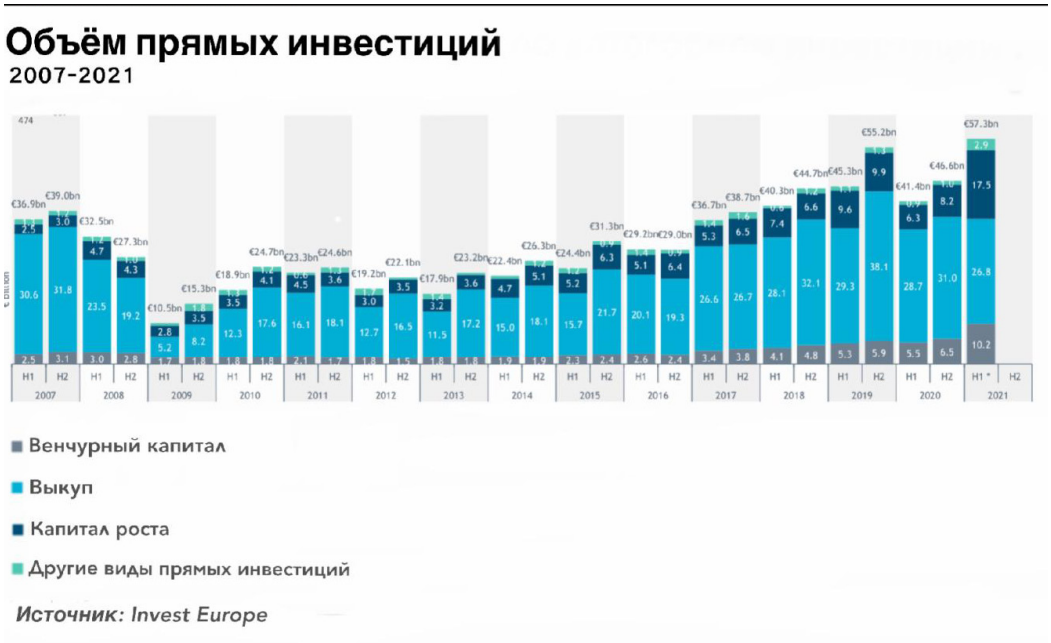


График 2: Объем венчурных инвестиций в Европе за период 2007 – 2021 гг.
Источник: Invest Europe

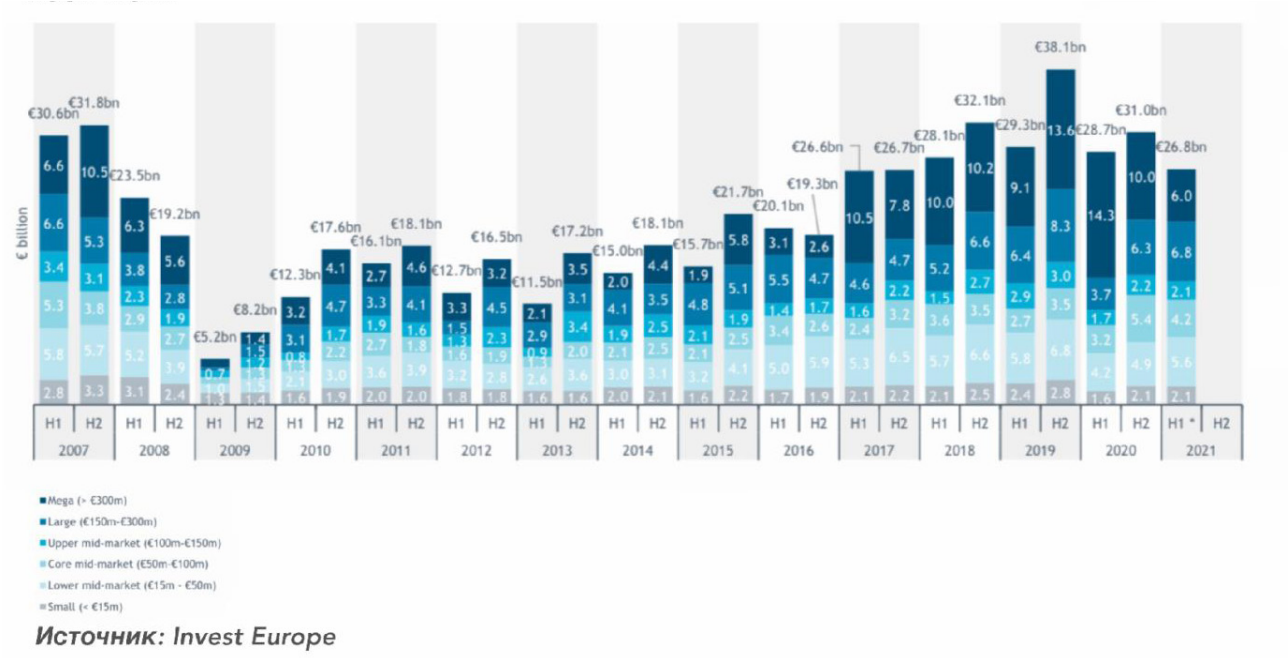
[13] Private Equity Activity H1 2021. — Investing in Europe — 2021. — P. 17.

[14] Ibid.

[15] Private Equity Activity H1 2021. — Investing in Europe — 2021. — P. 18.

[16] Ibid.

ний через выкуп в Европе наиболее значительный и составляет 26,8 миллиарда евро. Тем не менее, данный показатель пострадал в связи с пандемией Covid-19 и продолжает падать. В первом полугодии 2020-го года объем инвестиций упал на 9,4 миллиарда евро или на 24,7% и составил 28,7 миллиарда евро (см. График 3). Через год рост, который наблюдался в периоде 2009 – 2019 гг., не восстановился. Более того, объем инвестиций через выкуп упал еще на 1,9 миллиарда евро. Данный спад обусловлен тем, что прибыльность венчурных инвестиций и капитала роста превосходит прибыльность инвестиций через выкуп с 2007 года, разрыв данного показателя имеет восходящий тренд.



Источник: Invest Europe

График 3: Объем частных капиталовложений через выкуп в Европе за период 2007-2021
Источник: Invest Europe

Структура частных капиталовложений в Европе

В зависимости от категории инвестиций

Структура Private equity в Европе в первом полугодии 2021-го года следующая:

- 46,8% — выкуп долговым финансированием — 26,8 миллиарда евро
- 30,5% — капитал роста — 17,5 миллиарда евро
- 17,8% — венчурные инвестиции — 10,2 миллиарда евро

Выкуп долговым финансированием всегда составлял большинство объема инвестиций, однако его доля в структуре Private equity уменьшилась после пандемии: от 69% во втором полугодии 2019 до 46% в первом полугодии 2021 года.

Капитал роста традиционно занимает второе место в структуре Private equity. Его доля в последние несколько лет увеличилась: от 18,3 % в первом по-

лугодии 2018 до 30,5% в первом полугодии 2021-го.

Венчурные инвестиции всегда составляли меньшую часть в структуре инвестиций, однако данная часть постоянно повышается и особенно стремительно в последние годы. За последние пять лет доля венчурных инвестиций в структуре Private equity увеличилась в два раза: от 8,9% в первом полугодии 2016 до 17,8% в первом полугодии 2021.

Структура венчурных инвестиций в первом полугодии 2021-го следующая:

- 58 % — венчурный капитал на более поздних стадиях
- 35,2 % — финансирование стартапов
- 6,8 % — посевное финансирование

В зависимости от категории инвесторов

Если рассматривать структуру собранных средств в зависимости от типа фондов (см. График 4) — большинство (28%) средств в 2020-ом году было собрано пенсионными фондами. При этом пенсионные фонды, по всей видимости, предпочитают выкуп компаний (37%) капиталу роста (22%) и венчурному капиталу (9%). На втором и третьем месте — фонды фондов (13%) и страховые компании (10%) соответственно. Распределение по категориям частных капиталовложений у данных инвесторов равномерно. На долю государственных агентств приходится 7% от общего объема собранных средств. Примечательно, что государственные агентства собрали в структуре выкупных фондов достаточно мало (2%). Также отметить существенные доли вклада физических лиц, семейных офисов и суверенных фондов в сбор средств для частных капиталовложений.

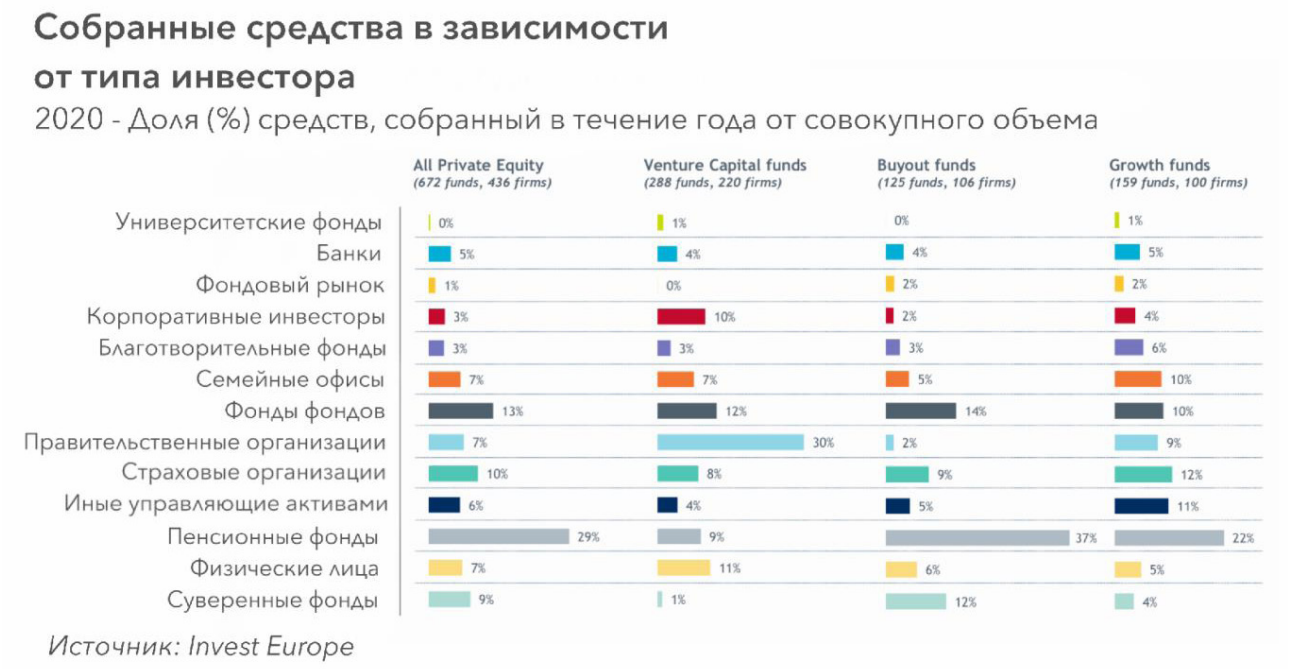


График 4: Структура собранных частных капиталовложений за 2020 год в зависимости от типа инвестора
Источник: Invest Europe

ццццВ зависимости от сферы экономики

Если рассматривать структуру частных капиталовложений по сферам (см. График 5), получается, что наибольший объем инвестиций в Европе в 2021-ом году был осуществлен в сфере ИТ (36%). На втором и третьем месте — сектор потребительских товаров и услуг (17%) и сфера биотехнологий и здравоохранения (16%) соответственно, затем — товары и услуги для бизнеса (10%) и сфера финансовых и страховых услуг (9,5%).

В динамике видно, что доля ИТ-сектора в структуре Private equity на протяжении последних пяти лет имеет тенденцию к росту. Происходит этот рост за счет постепенного уменьшения доли инвестиций в компаниях, производящих товары и услуги для потребителей и бизнеса. Особенно сильно увеличилась доля инвестиций в ИТ в связи с пандемией Covid-19: от 21% во втором полугодии 2019-го года до 38% в первом полугодии 2020-го. Пандемия повысила и долю инвестиций в биотехнологический сектор — от 14% во втором полугодии 2019-го до 19,6% в первом полугодии 2020-го. Данные тренды совпадают с общемировым ускорением развития сфер ИТ и здравоохранения, связанным с пандемией и самоизоляцией.

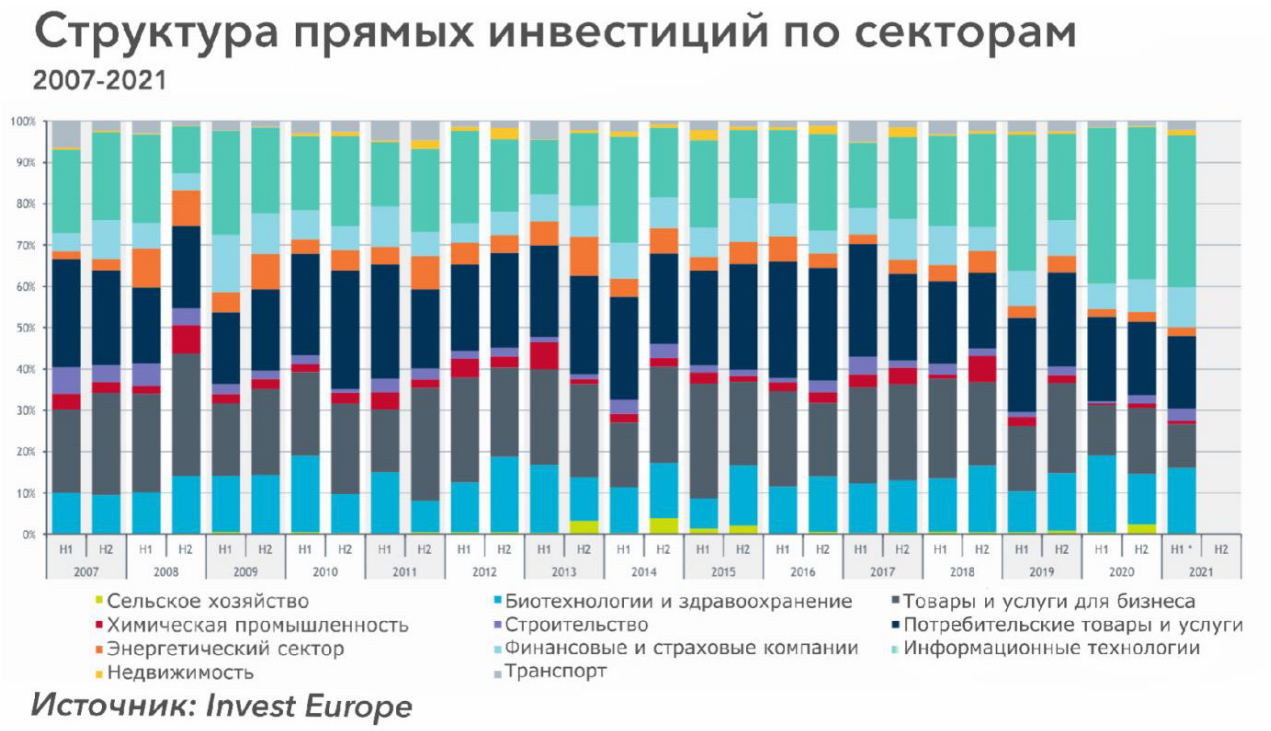


График 5: Структура частных капиталовложений в Европе по сферам экономики (2007-2021)
Источник: Invest Europe

При более детальном рассмотрении структуры различных видов Private equity, становится понятно, что традиционно сильные позиции в венчурном капитале занимают сферы ИТ и биотехнологий, как наиболее молодые и динамично развивающиеся. В инвестициях, осуществляемых через выкуп, более заметны потребительские товары и услуги, товары и услуги для бизнеса, как более традиционные и привычные инвестору сферы экономики. Но, при рассмотрении динамики инвестиций через капитал роста, виден спад доли инвестиций в сектор товаров и услуг, особенно в сегменте B2B, а также уменьшение процента инвестиций в строительный сектор, но доля ИТ-сектора также постепенно повышается.

В зависимости от регионов и стран

В первом полугодии 2021-го года лидирующие позиции занимают (см. График 7) Великобритания и Ирландия (29%), Франция и Бенилюкс (28%), затем следуют скандинавские страны (17%), страны DACH — Германия, Австрия и Швейцария (15%), и страны Южной Европы (9%). Наименьшую долю в Private equity составляют страны CEE — страны Центральной и Восточной Европы (2%).

График 6: Структура частных капиталовложений в Европе по регионам, средние показатели за период 2011 – 2020 гг.

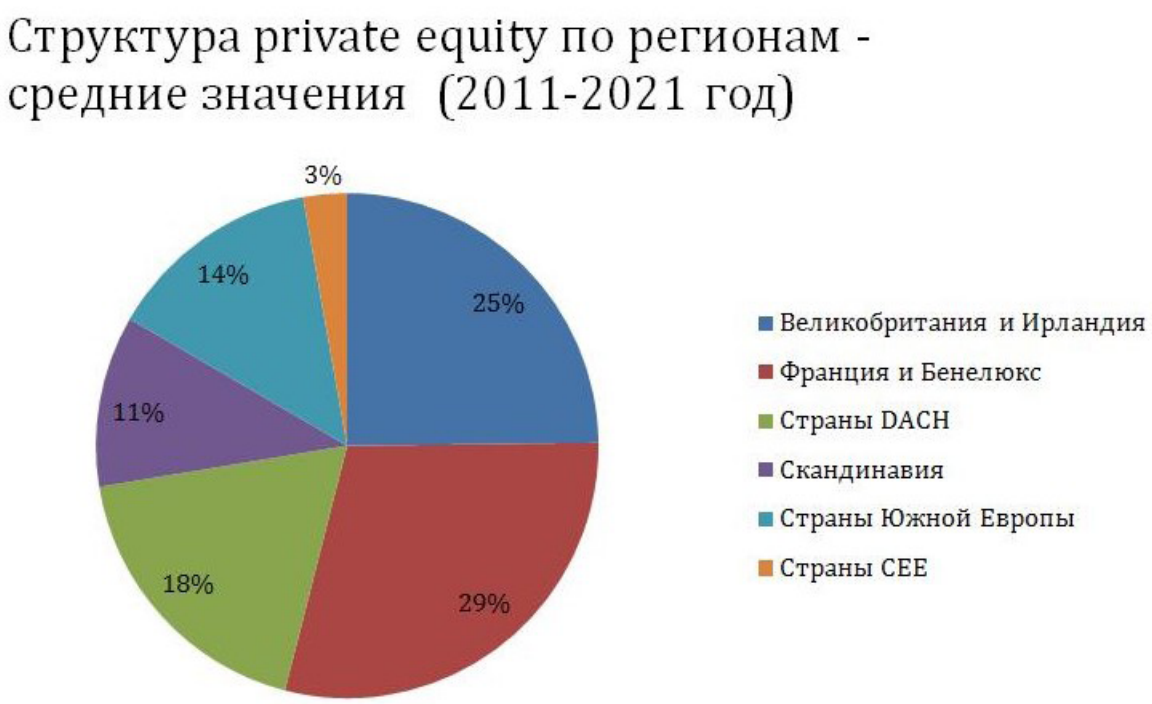


График 7: Структура частных капиталовложений в Европе по регионам — 2021
Источник: Invest Europe

График 8: Объем частных капиталовложений в Европе по регионам — 2011 – 2021 гг.
Источник: Invest Europe

При анализе данных предыдущих десяти лет (см. График 8) можно заметить, что данная структура оставалась относительно постоянной. Великобритания и Ирландия, Франция и страны Бенилюкс в большинстве случаев занимали первые две позиции, на данные страны традиционно приходилось больше половины частных капиталовложений в Европе. Страны DACH чаще всего занимали третье место, а страны Южной Европы и скандинавские страны — четвертое и пятое соответственно. Заметим, что на страны CEE традиционно приходилось не больше нескольких процентов от общей доли инвестиций.

Стоит отметить, что подобная структура сохраняется и при более детальном рассмотрении различных категорий инвестиций. В региональной структуре венчурного капитала, капитала роста и инвестиций через выкуп не наблюдается диспропорций по сравнению со структурой совокупных частных капиталовложений.

Чтобы узнать, какие именно европейские страны являются наиболее значимыми на рынке частных капиталовложений, стоит проанализировать долю частных капиталовложений в ВВП страны (процент PE в ВВП). Если распределять инвестиции по странам в зависимости от местонахождения PE-фирмы, управляющей активами (см. График 10), наилучшие показатели в 2020-ом году у Великобритании, Люксембурга, Франции и Нидерландов соответственно. При этом, если сравнивать данный процент в 2020-ом году со средним значением за последние пять лет, то значительный спад заметен в Люксембурге, а наибольший прирост — в Нидерландах. Некоторый спад заметен в скандинавских странах: в Норвегии, Швеции и Дании. Если рассматривать объем инвестиций в зависимости от страны, в которой находятся портфельные компании, то наилучшие показатели имеют Нидерланды, Великобритания, Франция и Швеция; данный процент в этих странах вырос по сравнению со средним показателем за 2016-2021гг. Значительный рост частных капиталовложений в ВВП страны заметен в Португалии, а спад — в Люксембурге и Дании. Стоит заметить, что Германия, Швейцария и Австрия в обоих случаях находятся ниже среднего показателя по Европе. Можно сделать вывод, что наиболее сильные позиции на европейском рынке частных капиталовложений занимают Нидерланды, Великобритания и Франция. Они являются не только лидерами по объемам и доле инвестиций в ВВП, но, как в качестве источников, так и в качестве бенефициаров частных капиталовложений, показывают позитивную динамику даже в кризисный 2020-ый год. Великобритания и Франция на сегодняшний день — лидеры в Европе по доле сферы услуг в экономике (72,8% и 71,2% соответственно) . Великобритания имеет обширный финансовый рынок — Лондон является ключевым мировым финансовым центром. Более того, Великобритания зарекомендовала себя как ведущий европейский рынок, в частности, благодаря к своему раннему листингу компаний венчурного капитала, таких как 3i Group, в 1994 году. Не стоит недооценивать культурный

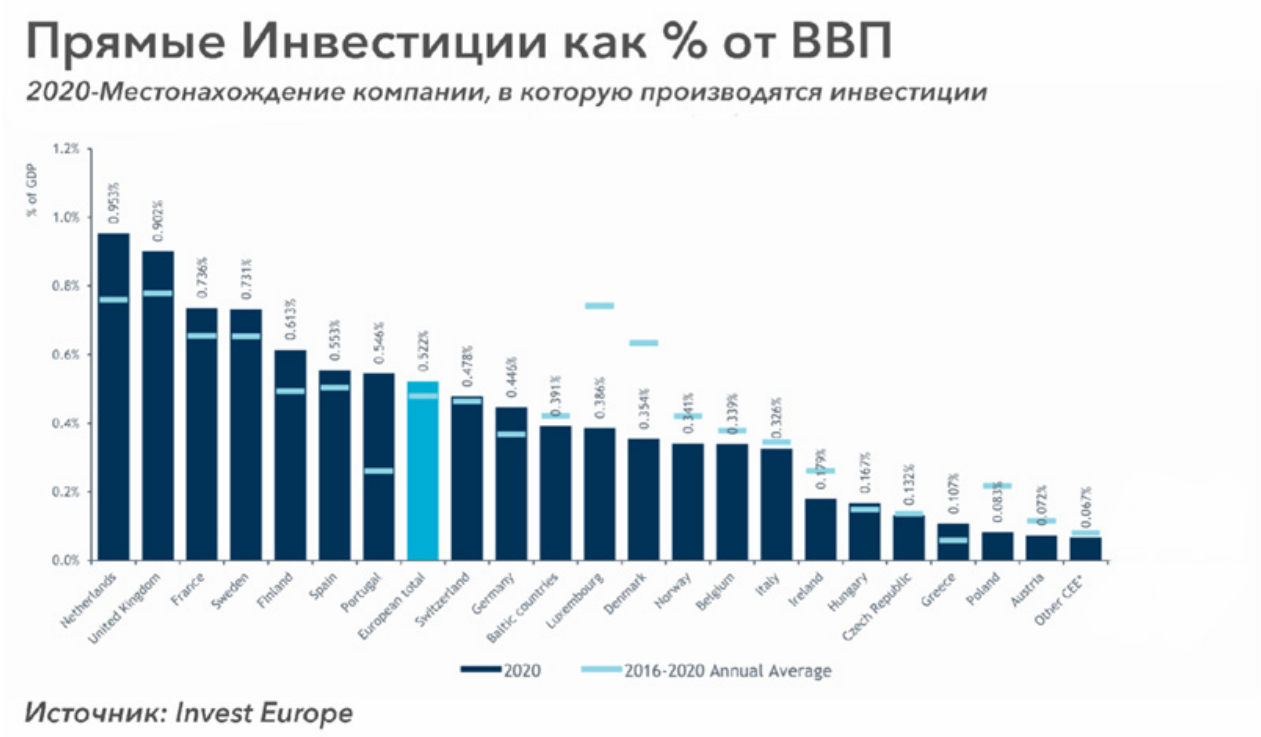


График 9: доля частных капиталовложений в ВВП страны (% PE в ВВП) — распределение в зависимости от местонахождения портфельной компании (2020)

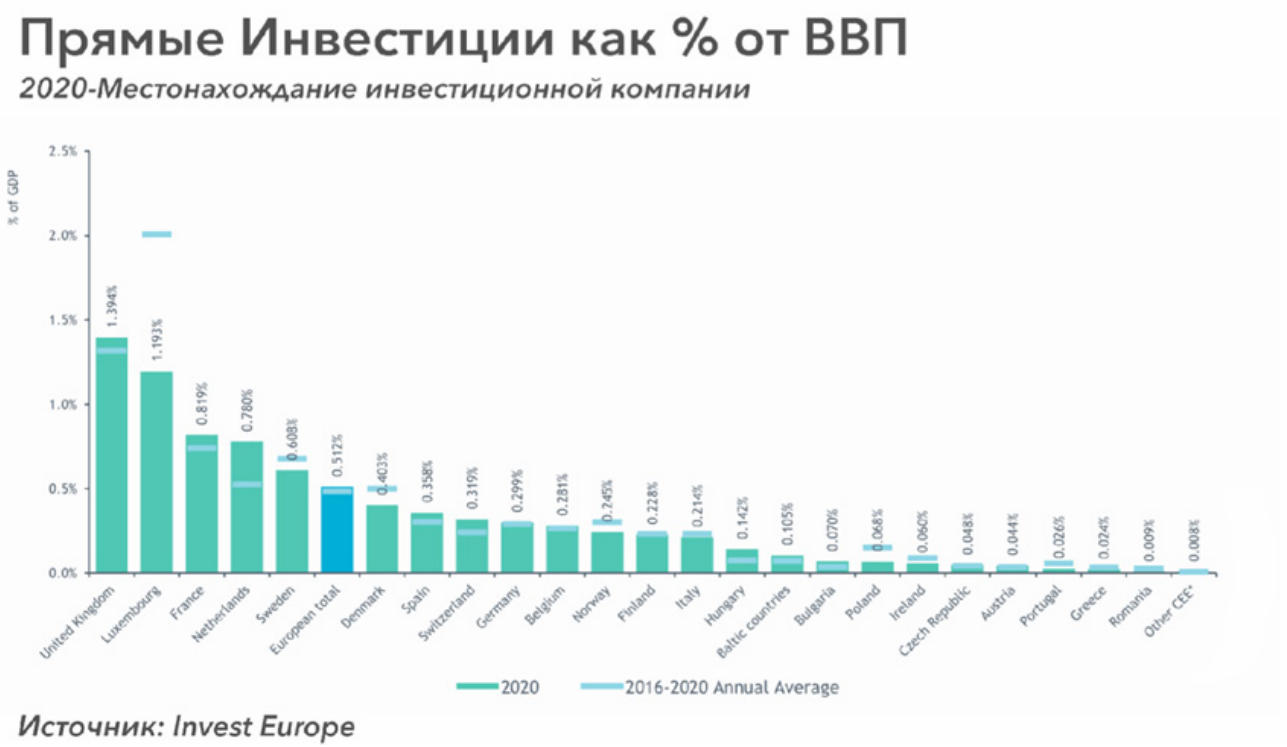


График 10: доля частных капиталовложений в ВВП страны (% PE в ВВП) — распределение в зависимости от местонахождения PE-фирмы, управляющей активами (2020)
Источник: Invest Europe

фактор и в инновационном процессе. Эксперт по частным рынкам Сирил Демари считает, что определенную роль в данных результатах сыграли культурная и языковая близость Великобритании к США и традиция инноваций. Таким образом, Великобритания стала одной из первых европейских стран, в которой были созданы структуры частных капиталовложений. Нидерланды же отличаются большим количеством передовых высокотехнологичных компаний вследствие благоприятного налогового и делового климата в стране. Значительная доля частных капиталовложений в ВВП также наблюдается у Люксембурга — одного из мировых финансовых центров. Однако, в 2020-ом году наблюдался спад, поскольку экономика страны основывается на финансовом секторе и, следовательно, чрезвычайно чувствительна к рецессиям. Заметен вклад и скандинавских стран, в частности Финляндии, в объем частных капиталовложений в Европе. Наиболее сильная позиция в регионе — у Швеции. Страны DACH — Германия, Австрия и Швейцария, в которых сильную позицию в финансовой сфере занимает непосредственно банковский сектор, отстают по объемам и доле частных капиталовложений в ВВП: данный показатель в странах DACH ниже среднего по Европе. Есть большой потенциал к росту, поскольку существует значительный дисбаланс между степенью развитости экономик и объемами инвестиций.

Главная особенность европейского рынка — его фрагментированность. Существуют определенные различия в государственной политике по поддержке НИОКР, уровне инновационного развития, страновых рисках и деловом климате, это создает неравномерность распределения частных капиталовложений в Европе. Рассмотрим, как различные факторы формируют европейский рынок Private equity.

Инновации

Инвестиции и инновации — это тесно взаимосвязанные категории. Инновации в условиях постиндустриальной экономики являются главной причиной привлечения вложений. В условиях частных капиталовложений — в особенности, венчурного капитала и капитала роста — инвестор имеет возможность поддерживать конкретные инвестиционные проекты. Европа — второй мировой регион в сфере инноваций на данный момент, после Северной Америки, и лидеры индекса внедрения инноваций в Европе — Швейцария, Швеция и Финляндия. В целом, страны Бенилюкса, Скандинавские страны, страны DACH, Франция и Великобритания — одни из самых качественно и количественно значимых инновационных экономик в мире.

Государственная поддержка НИОКР

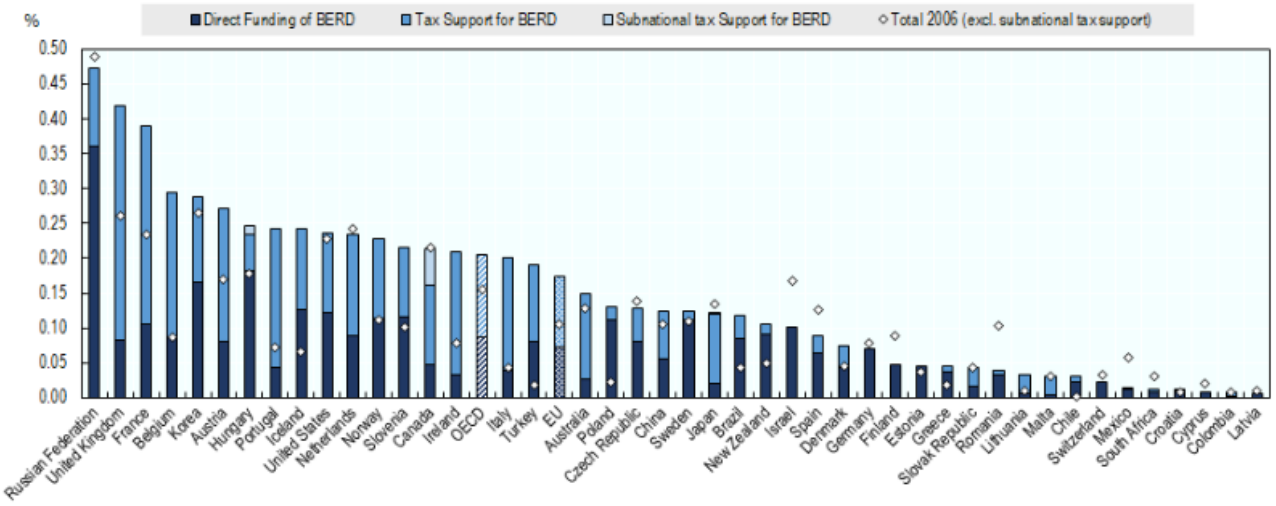


Диаграмма 11: доля государственного финансирования расходов фирм на НИОКР в ВВП — через налоговое субсидирование и прямые государственные вложения. Источник данных: Measuring Tax Support for R&D and Innovation, OECD

Некоторое препятствие на пути равномерного развития частного капитала в Европе формируется несбалансированностью экономической политики различных стран. Например, существенные различия есть в объемах прямого государственного финансирования и налогового субсидирования наукоёмкой деятельности. Германия только с 1-го января 2020-го года ввела налоговое субсидирование расходов на НИОКР, при этом, доля прямого государственного финансирования высокотехнологичных компаний в ВВП Германии на 2019-ый год (0,1%) существенно ниже среднего показателя по Европе. В Швейцарии налоговые субсидии и вовсе отсутствуют, а доля государственного финансирования остается одной из самых низких среди стран ОЭСР. Самая прогрессивная страна DACH в плане поддержки высокотехнологичных компаний с высокими показателями государственной поддержки — это Австрия. Лидеры по доли прямого государственного финансирования и налоговой поддержки высокотехнологичного бизнеса на 2019-ый год — Великобритания, Франция и Бельгия. Интересен случай Португалии — это единственная страна южной Европы со значительной долей государственной поддержки высокотехнологичных компаний (0,25% от ВВП). Португалия в 2019 г. находилась на втором месте среди европейских стран ОЭСР по ставке налогового субсидирования расходов на НИОКР. Как результат — значительный рост доли Private equity в ВВП Португалии и достижение по данному показателю уровня выше среднего по Европе (см. График 9).

Деловой климат и страновой риск

Страновой риск и деловой климат в стране играют немаловажную роль при принятии решений о вложении средств. Всемирный банк выделяет ряд аспектов, на основе которых может быть определен страновой риск:

1. Свобода выбора и подотчетность — возможность участия граждан в из-

бирательном процессе, а также реальное наличие свобод слова и СМИ.

2. Политическая стабильность и отсутствие насилия/терроризма — вероятность правительства быть дестабилизированным или свергнутым неконституционным и насильственным путем.

3. Эффективность и качество государственного управления — качество государственных услуг, степень независимости государственных служащих от политического давления. Реализация разумной политики, которая способствует развитию частного сектора.

4. Верховенство права — степень соблюдения законодательства экономическими агентами, качество исполнения контрактов, уважение прав собственности, а также вероятность совершения преступлений.

5. Борьба с коррупцией определяет, в какой степени государственная власть используется в той или иной стране для личной выгоды отдельно взятых лиц.

Фрагментация европейского рынка проявляется и в страновых рисках. Несмотря на неравномерность распределения данных рисков, в среднем, в рассматриваемых в данной работе европейских странах, более благоприятная ситуация (85,1/100) для осуществления инвестиций, чем на рынке США (81,9/100). Определенное препятствие для инвестирования в странах Восточной Европы и Южной Европы представляют существующие там страновые риски (в среднем 77,22/100) . Заметна корреляция между ведущими странами в Private equity и странами, имеющими наиболее низкие страновые риски в Европе в долгосрочной и краткосрочной перспективе (Страны Бенилюкс, Франция, страны DACH, скандинавские страны). Пример Великобритании показал, как некоторая политическая неопределенность может негативно сказываться на объемах привлеченных частных капиталовложений в краткосрочной перспективе. Переходный период Брексита совпадает с негативной динамикой объема частных капиталовложений (см. График 8).

Страна	доля private equity в ВВП (%)	Innovation Input index (0-1)	Доля финансируемых государством расходов на НИОКР в ВВП (%)	Страновой риск (0-1)	Деловой климат (0-1)
Великобритания	0,902	0,643	0,412	0,873	0,744
Франция	0,736	0,572	0,395	0,842	0,738
Нидерланды	0,953	0,674	0,235	0,935	0,778
Норвегия	0,341	0,631	0,229	0,973	0,801
Бельгия	0,339	0,671	0,293	0,843	0,769
Австрия	0,072	0,625	0,272	0,913	0,762
Швеция	0,731	0,731	0,120	0,962	0,826
Финляндия	0,613	0,708	0,046	0,955	0,818
Швейцария	0,478	0,759	0,033	0,969	0,852
Германия	0,446	0,645	0,070	0,898	0,816
Люксембург	0,386	0,638	0,037	0,961	-
Дания	0,354	0,689	0,076	0,949	0,816
Испания	0,553	0,449	0,090	0,726	0,736
Португалия	0,546	0,422	0,243	0,840	0,662
Италия	0,326	0,505	0,201	0,684	0,644
Ирландия	0,179	0,567	0,208	0,892	0,731
Венгрия	0,167	0,375	0,235	0,658	0,663
Чехия	0,132	0,441	0,128	0,789	0,731
Греция	0,107	0,414	0,046	0,648	0,569
Польша	0,083	0,308	0,129	0,712	0,729

Таблица 1: основные показатели факторов, влияющих на объем инвестиций, а также доля частных капиталовложений в ВВП (% PE в ВВП 2020) в европейских странах. Источники данных: Invest Europe, amfori BSCI, OECD, Global Innovation Index, The Economist Intelligence Unit

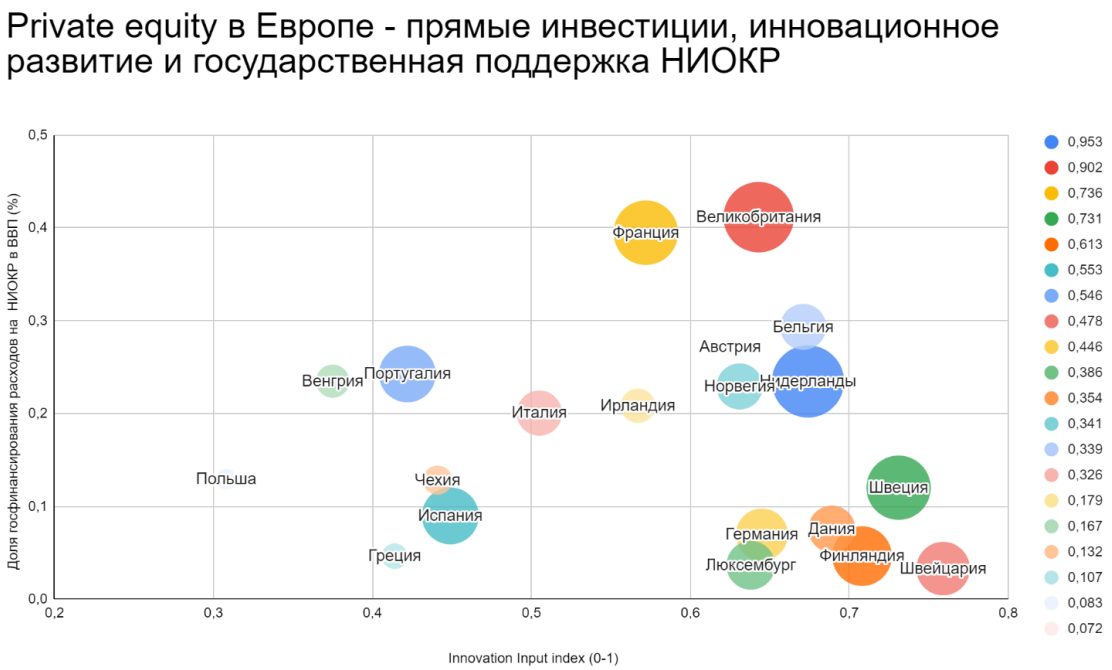


Диаграмма 12: расположение стран в зависимости от государственной поддержки НИОКР и индекса внедренных инноваций. Каждая страна соответствует кругу — диаметр пропорционален доле частных капиталовложений в ВВП страны (% PE в ВВП) (2020). Источники данных: Invest Europe, amfori BSCI, OECD, Global Innovation Index

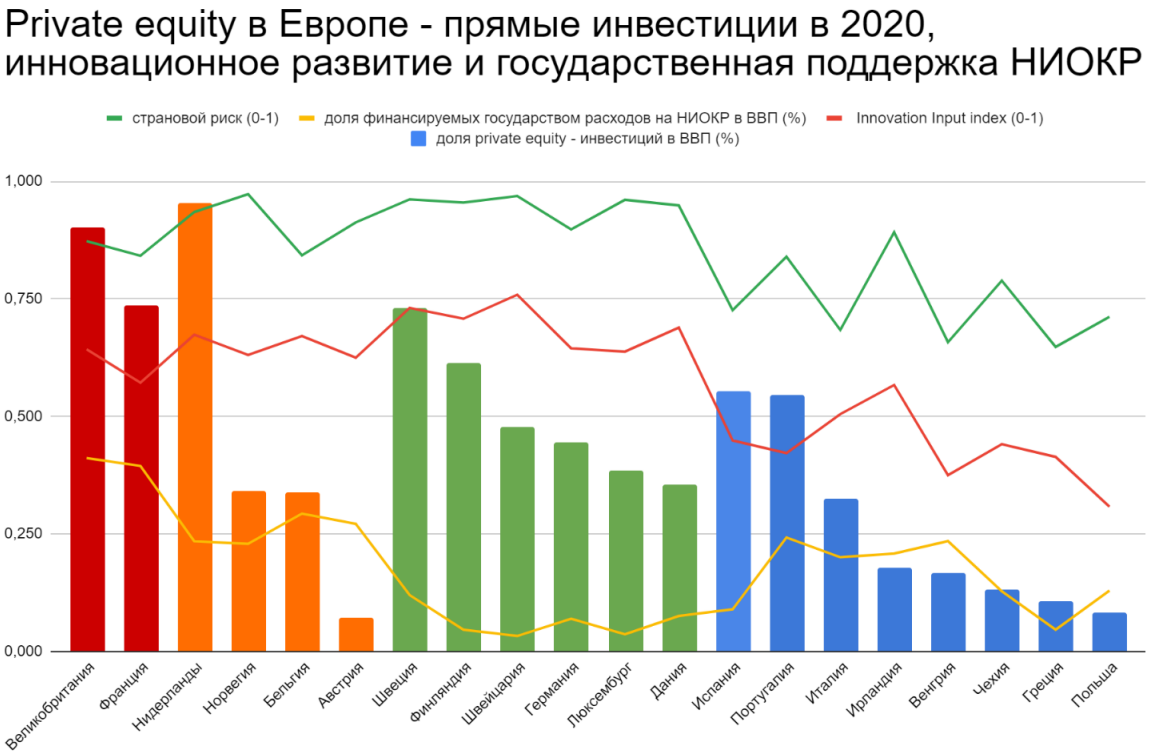


Диаграмма 13: уровень государственной поддержки НИОКР, индекс внедренных инноваций, страновые риски, доля частных капиталовложений в ВВП страны (% PE в ВВП, 2020). Источники данных: Invest Europe, amfori BSCI, OECD, Global Innovation Index

Изучая взаимосвязь государственной поддержки НИОКР и индекса эффективности внедренных инвестиций, необходимо разделить европейские страны на четыре группы:

Группа А — Франция и Великобритания. Можно выделить следующие особенности:

1. одни из самих высоких процентов Private equity в ВВП в Европе;

2. качественно и количественно развитая инновационная деятельность;

3. продолжительная традиция государственного финансирования расходов на НИОКР через прямые государственные инвестиции — налоговое субсидирование , причем налоговое субсидирование преобладает и составляет порядка от суммарной доли государственной поддержки; проценты государственной поддержки НИОКР самые высокие в Европе;

4. страновые риски и деловая среда находятся на среднеевропейском уровне.

Группа Б — Германия, Швейцария, Дания, Швеция, Финляндия, Люксембург:

1. широкий разброс процентов Private equity в ВВП вокруг среднеевропейского уровня — от 0,73% (Швеция) до 0,35% (Дания)

2. эффективность внедренных инвестиций выше среднего по Европе и одна из самых высоких в мире: Швейцария и Швеция — мировые лидеры по Innovation Input Index (2019);

3. практически отсутствует государственное финансирование расходов на НИОКР через налоговое субсидирование, незначительная доля ВВП (<0,1%) используется в качестве прямых государственных инвестиций на инновационную деятельность;

4. страновые риски практически отсутствуют, показатель делового климата выше среднего по Европе.

Группа В — Нидерланды, Бельгия, Норвегия:

1. эффективность внедренных инвестиций выше среднего по Европе;

2. государственное финансирование расходов на НИОКР несколько выше среднеевропейского уровня, причем процент налогового субсидирования и прямого государственного финансирования расходов на НИОКР примерно равны;

3. страновые риски практически отсутствует, показатель делового климата выше среднего по Европе.

Группа Г — Испания, Португалия, Венгрия, Чехия, Греция, Польша:

1. эффективность внедренных инвестиций ниже среднего по Европе;

2. государственное финансирование расходов на НИОКР распределено неравномерно, в Венгрии, Португалии, Италии — выше среднего по Европе, в Чехии, Греции, Польши и Испании — ниже среднего;

3. в некоторых странах присутствуют страновые риски (Греция, Венгрия, Италия).

В данной группе стран заметную роль при повышении уровня инвестиций играет государственное финансирование расходов на НИОКР. Венгрия и Португалия имеют высокие ставки по налоговому субсидированию с начала 2000-х, при этом общая доля государственных расходов в ВВП данных стран заметно выше среднеевропей-

ского. Данное обстоятельство может быть одной из причин увеличения инвестиций в Private equity в вышеупомянутых странах. Несмотря на то, что экономика Португалии небольшая, страна имеет схожий процент Private equity в ВВП с Испанией. Венгрия является ведущей страной Восточной Европы по данному показателю.

Европейский рынок частных капиталовложений в мировом контексте

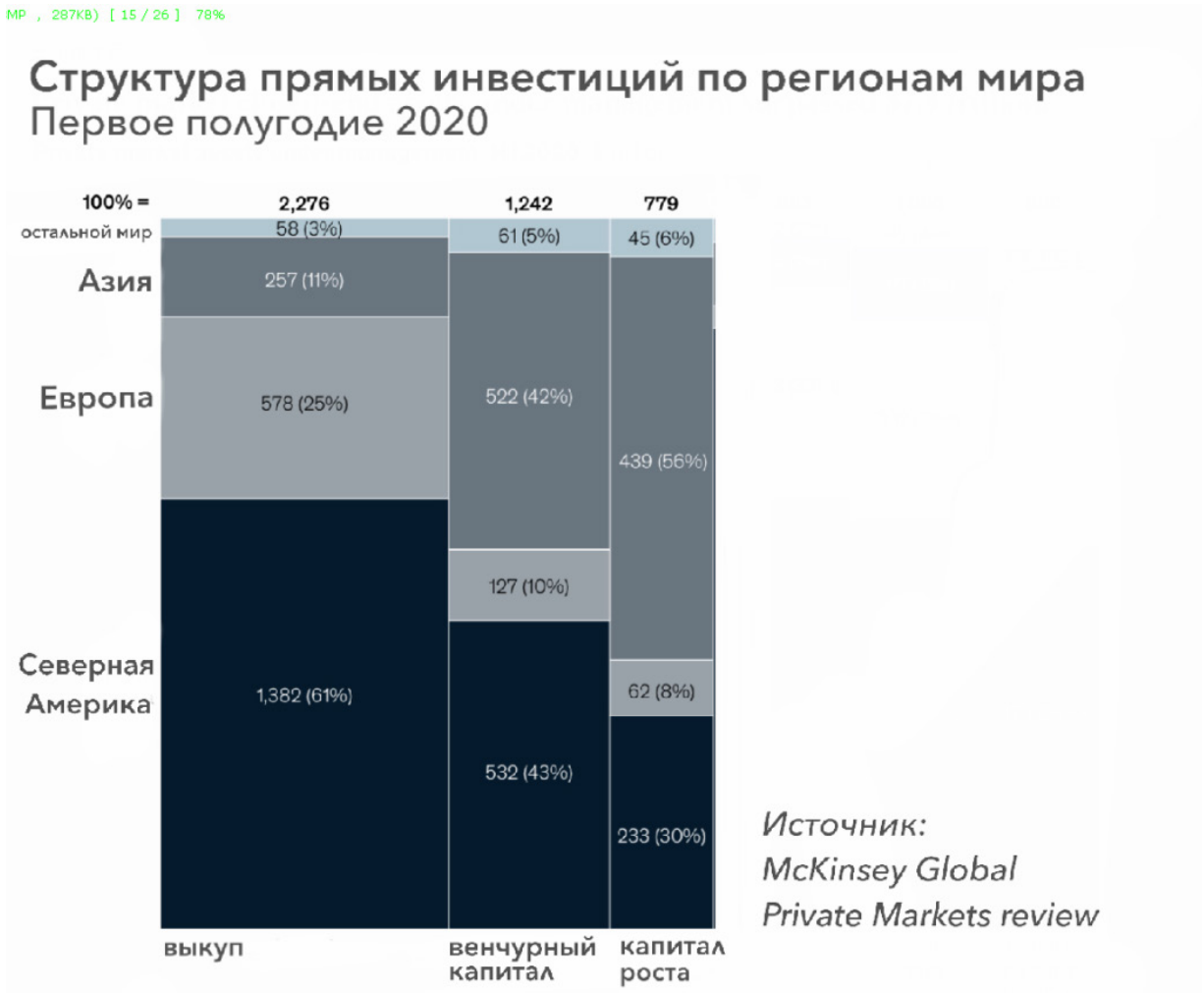


График 14: Структура мировых частных капиталовложений в зависимости от регионов и категорий инвестиций (первое полугодие 2020)

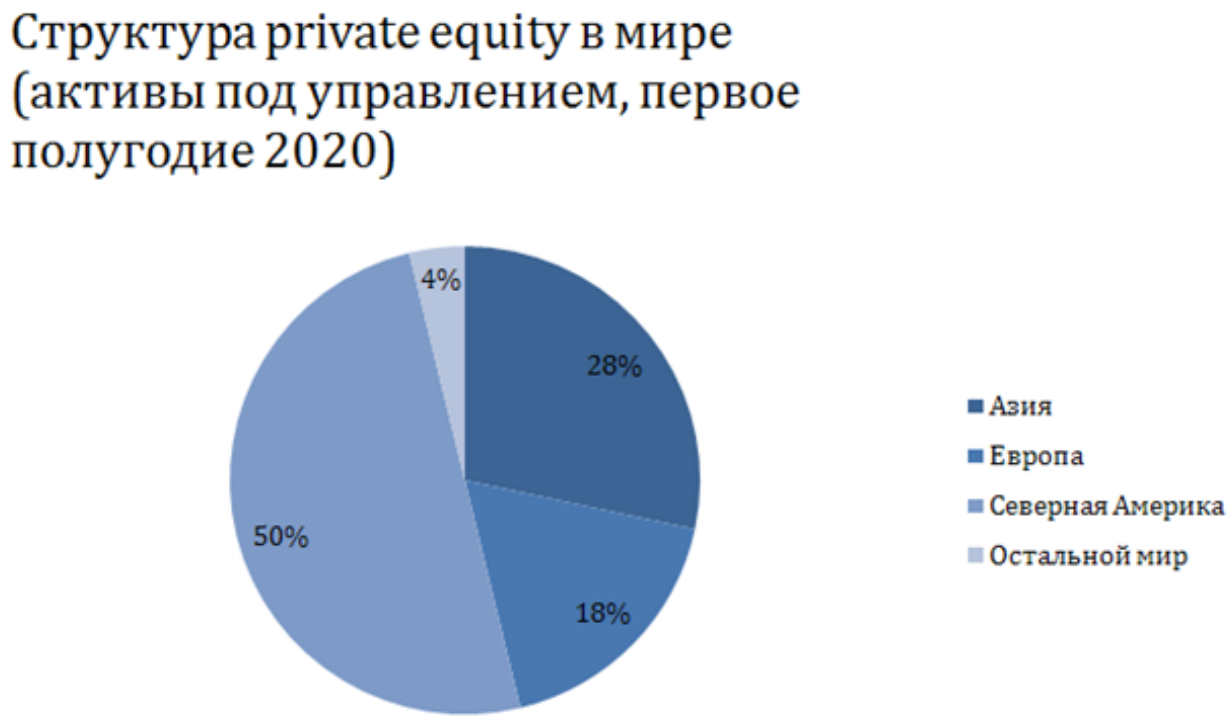


График 15: Структура мировых частных капиталовложений в зависимости от регионов, из которых осуществляется управление (первое полугодие 2020)
Источник: McKinsey Global Private Markets Review

На Европу приходится 18% от совокупного объема мировых активов в Private equity — по данному показателю регион занимает третье место в мире после Северной Америки (прежде всего, США) и Азии соответственно.

При этом доля Европейских активов в выкупе (25%) значительно больше, чем в мировом венчурном капитале (10%) и капитале роста (8%).

Инвесторы испытывают доверие к зрелым европейским компаниям, объем вложенных в них инвестиций через выкуп более чем в два раза превышает величину инвестиций в совокупность Азиатских компаний. Тем не менее, в мировом масштабе Европа сильно проигрывает в венчурном капитале и капитале роста Азии и Северной Америке.

Важным аспектом является относительная «закрытость» европейского рынка частных капиталовложений. Подавляющее большинство инвестиций осуществляется европейскими компаниями непосредственно в пределах Европы: в 2020-ом 56,1 миллиарда евро составили национальные инвестиции (внутри страны), а 25,7 миллиарда евро — межстрановые инвестиции в пределах Европы. Лишь 4,6 миллиарда евро было «экспортировано» — инвестировано европейскими PE-фондами вне Европы и чуть больше — 6,3 миллиарда евро «импортировано» — инвестировано неевропейскими фондами в Европе.

Стоит отметить, что Европейский рынок Private equity отличается боль-

шей устойчивостью. На фоне мирового спада сбора средств (fundraising) для Private equity на 21,8% в 2020 году в связи с пандемией Covid-19, в Европе данный показатель вырос на 7,6%. Для сравнения, в Азии сбор средств упал на 46,6%, а в Северной Америке — на 23,1%.

Заключение

Private equity (частные капиталовложения) — это коллективные капиталовложения в акции или доли непубличных компаний, привлеченные для достижения конкретной цели. В зависимости от этапа развития компании и ее потребностей, а также поставленных целей Private equity, в научной литературе разделяют венчурный капитал, капитал роста и выкуп долговым финансированием (LBO). Частные капиталовложения характеризуются длинным горизонтом инвестирования, низкой ликвидностью активов, высокой степенью риска в сочетании с высокой ожидаемой доходностью, а также значительным порогом входа для инвестора. Важной отличительной чертой данного типа инвестиций является активное участие PE-фондов в управлении и контроле портфельной компании с использованием своего опыта и экспертизы в целях обеспечения роста активов. Выкуп, как категория частных капиталовложений, — приобретение контрольного пакета акций зрелой компании, как правило с использованием заемных средств, в результате которого инвестиционная фирма приобретает контроль над портфельной компанией и осуществляет преобразования, также возникает «налоговый щит». Венчурные инвестиции — финансирование молодых компаний с большим потенциалом роста, как правило в наукоемких отраслях экономики. Модель венчурного инвестирования предполагает высокий риск полной потери вложений в отдельный проект, прибыльность достигается за счет сверхдохода от наиболее удачных вложений. Капитал роста (Growth capital) — приобретение миноритарных пакетов акций средних, относительно зрелых компаний, для финансирования расширения и модернизации. Капитал роста работает как «лифт», позволяя подняться компаниям на новый, более высокий уровень, при этом изначальные владельцы не теряют контроль над компанией.

Рынок частных капиталовложений — быстрорастущий и высокоприбыльный, как в Европе, так и в мире. В 2021-ом году наблюдается значительный рост объема частных капиталовложений в Европе. После некоторого спада в 2020-ом в связи с эпидемиологической ситуацией, рост восстановился и объемы на четверть превысили объемы в 2019-ом году.

Инвестиции через выкуп компаний составляют относительное большинство в структуре европейских частных капиталовложений, однако объем данной категории претерпевает спад. Связано это с общемировым трендом: выкупные инвестиции несут меньшую доходность, чем венчурный капитал и капитал роста, причем разрыв постоянно прогрессирует. Как следствие, венчурные инвестиции и особенно

капитал роста резко увеличиваются в объемах в Европе. Финансирование молодых компаний на более поздних стадиях развития по причине более низкого риска остается более предпочтительным для инвесторов.

Наибольший объем Private equity в Европе производится на сферу ИТ, также большая доля наблюдается в сферах биотехнологий и здравоохранения. Доля данных наукоемких и многообещающих областей в структуре частных капиталовложений имеет тенденцию к росту, особенно значительно — в венчурных инвестициях и капитале роста. Это, опять же, повторяет мировую тенденцию, которая была усилена пандемией Covid-19 и самоизоляцией.

Европейские страны с наиболее сильными позициями в области частных капиталовложений, как по общим объемам, так и по доле инвестиций в ВВП и ее динамике — Великобритания, Франция, Нидерланды, Швеция и Люксембург. Данные страны имеют комбинацию из характеристик, положительно влияющих на объем и рост частных капиталовложений: развитая финансовая система, высокая доля сектора услуг в экономике, благоприятный налоговый и деловой климат, большое количество наукоемких компаний. На Германию и Швейцарию приходится меньший, но в общей структуре ощутимый, объем частных капиталовложений. В данных странах имеется большой потенциал роста в связи со значительным дисбалансом между степенью развитости экономики, высокой эффективностью внедренных инноваций и объемами инвестиций. Страны Южной Европы и особенно Скандинавии также занимают заметную часть в структуре европейских частных капиталовложений, однако PE-фонды данных стран оказались достаточно уязвимы к спаду 2020-го года. Скандинавские страны имеют высокое качество инноваций и практическое отсутствие страновых рисков. Незначительную долю занимают частные капиталовложения в Восточную Европу.

В результате анализа взаимосвязи между долей государственного финансирования НИОКР, эффективностью инноваций и страновыми рисками европейских государств, была предложена группировка стран со схожими показателями по данным факторам и доли Private equity в ВВП. Великобритания и Франция — крупнейшие экономики Европы, имеющие более чем двадцатилетнюю историю государственного финансирования расходов компаний на НИОКР, активно используют налоговое субсидирование. Несмотря на не самые высокие показатели по инновационной эффективности, компании данных стран привлекают впечатляющие объемы Private equity в Европе. Швейцария, Германия, Швеция, Дания и Финляндия, наоборот, имеют самые качественные в мире инновации и лучшие деловые условия, однако практически не поддерживают НИОКР на государственном уровне через налоговое субсидирование. Третья группа — Нидерланды, Бельгия, Норвегия: эффективность внедренных инвестиций и показатели делового климата выше среднего по Европе; при этом страны внедряют умеренное финансирование расходов на НИОКР как путем налогового субсидирования, так и через пря-

мые вложения государства. В странах Южной и Восточной Европы эффективность внедренных инвестиций ниже среднего по Европе, а государственная поддержка инноваций распределена неравномерно. В Венгрии, Португалии, Италии — выше среднего по Европе, а в Чехии, Греции, Польше и Испании — ниже среднего. При этом в данной группе стран заметную роль в повышении уровня инвестиций играет государственной финансирование НИОКР. Венгрия и Португалия имеют высокие ставки по налоговому субсидированию расходов на инновации с начала 2000-х, что позволило этим странам значительно увеличить инвестиции в Private equity.

Европа занимает третье место в мире по объемам частных капиталовложений после Северной Америки (прежде всего, США) и Азии. При этом, европейский капитал для выкупа компаний занимает в мировом масштабе более весомое место, чем капитал роста и венчурный капитал. Важным аспектом является относительная «закрытость» европейского рынка частных капиталовложений: подавляющее большинство капиталовложений европейских PE-фондов осуществляются в пределах региона. Европейскому рынку свойственна фрагментированность, с одной стороны, это защищает компании от конкуренции, с другой — создает дополнительные барьеры для инвесторов. На фоне мирового значительного спада сбора средств (fundraising) для частных капиталовложений в 2020-ом году в Европе данный показатель вырос, что является весьма позитивной тенденцией.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ И ЛИТЕРАТУРЫ

1. Коннова А.С. Экономическая сущность выкупов долговым финансированием и эффективность их проведения в условиях российского рынка /А.С. Коннова // Вестник СПбГЭУ — №5(72). — 2014. — С. 112-114.

2. Никифорова М.В., Никифоров С.А. Венчурный капитал как фактор воспроизводственного процесса / М.В. Никифорова, С.А. Никифоров // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Сер. «Экономика и менеджмент». — 2007. — № 5. — С. 26-33.

3. Пятицкая Л.Е. Рынок LBO: теоретические предпосылки, современное состояние и перспективы / Л.Е. Пятицкая // Финансы и кредит. — 2007. — 36 (276) — С. 27-33.

4. Развитие альтернативных механизмов инвестирования: частные капиталовложения и краудфандинг. — Банк России — 2020. — С. 8-11.

5. Сухарев О.В. Выкуп с использованием долгового финансирования (lbo) как новый инструмент рынка корпоративного контроля / О.В. Сухарев // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». — 2007. — № 11. — С. 251-257.

6. A year of disruption in the private markets // McKinsey Global Private Markets Review — 2021. — P. 61.

7. Bunn D. Tax Subsidies for R&D Spending and Patent Boxes in OECD Countries / D. Bunn // FISCAL FACT — № 754 — 2021. — P. 18. — URL: https://files.taxfoundation.org/20210315164148/Tax-Subsidies-for-RD-Spending-and-Patent-Boxes-in-OECD-Countries.pdf (дата обращения 10.04.2021)

8. Business Environment Rankings. Which country is best to do business in? // The Economist Intelligence Unit — P. 13. — URL: https://www.iberglobal.com/files/business_climate_eiu.pdf (дата обращения 10.04.2021)

9. Countries' Risk Classification // amfori BSCI — 2021. — URL:

https://www.amfori.org/sites/default/files/amfori-2020-11-12-Country-Risk-Classification-2021_0.pdf (дата обращения 10.04.2021)

10. Demaria C. Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO and Turn-Around Capital / C. Demaria // John Wiley & Sons Inc. — 2013. — 2nd edition — P. 408.

11. Dutta S., Lanvin B., Wunsch-Vincent S. Global Innovation Index 2019 / S. Dutta, B. Lanvin, S. Wunsch-Vincent // — 12th edition — 2019. — URL: https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2019.pdf (дата обращения 10.04.2021)

12. Falat-Kilijanska I. The history of private equity market. The story based on USA, Great Britain, Germany and Poland cases./ I. Falat-Kilijanska// BH Ekonomski forum — 2021. — 9(2) — P. 9-27.

13. Fraser-Sampson G. Private Equity as an Asset Class / G. Fraser-Sampson // John Wiley & Sons Inc. — 2010. — 2nd edition — P. 280.

14. Measuring Tax Support for R&D and Innovation — OCED — URL: https://www.oecd.org/sti/rd-tax-stats.htm (дата обращения 15.04.2021)

15. Mishkin F.S., Eakins S.G. Financial Markets and Institutions/ F.S. Mishkin, S.G. Eakins // Pearsons (9th edition) — 2017. — P. 704.

16. Private Equity Activity 2020. — Investing in Europe — 2020. — P. 86.

17. Private Equity Activity H1 2021. — Investing in Europe — 2021. — P. 46.

18. Prowse S.D, The Economics of the Private Equity Market / S.D. Prowse // Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas — 1998. — P. 21-34.

19. R&D tax expenditure and direct government funding of BERD — OCED — URL: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=RDTAX (дата обращения 15.04.2021)

20. Services, value added (% of GDP) — The World Bank — URL: https://data.worldbank.org/indicator/NV.SRV.TOTL.ZS?end=2020&start=2020&view=map (дата обращения 11.12.2021)

References

1. A year of disruption in the private markets // McKinsey Global Private Markets Review — 2021. — P. 61.

2. Bunn D. Tax Subsidies for R&D Spending and Patent Boxes in OECD Countries / D. Bunn // FISCAL FACT — № 754 — 2021. — P. 18. — URL: https://files.taxfoundation.org/20210315164148/Tax-Subsidies-for-RD-Spending-and-Patent-Boxes-in-OECD-Countries.pdf (accessed 10.04.2021)

3. Business Environment Rankings. Which country is best to do business in? // The Economist Intelligence Unit — P. 13. — URL: https://www.iberglobal.com/files/business_climate_eiu.pdf (accessed 10.04.2021)

4. Countries' Risk Classification // amfori BSCI — 2021. — URL:

5. Demaria C. Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO and Turn-Around Capital / C. Demaria // John Wiley & Sons Inc. — 2013. — 2nd edition — P. 408.

6. Dutta S., Lanvin B., Wunsch-Vincent S. Global Innovation Index 2019 / S. Dutta, B. Lanvin, S. Wunsch-Vincent // — 12th edition — 2019. — URL: https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2019.pdf (accessed 10.04.2021)

7. Falat-Kilijanska I. The history of private equity market. The story based on USA, Great Britain, Germany and Poland cases./ I. Falat-Kilijanska// BH Ekonomski forum — 2021. — 9(2) — P. 9-27.

8. Fraser-Sampson G. Private Equity as an Asset Class / G. Fraser-Sampson // John Wiley & Sons Inc. — 2010. — 2nd edition — P. 280.

9. https://www.amfori.org/sites/default/files/amfori-2020-11-12-Country-Risk-Classification-2021_0.pdf (accessed 10.04.2021)

10. Konnova A.S. Ekonomicheskaya sushchnost' vykupov dolgovym finansirovaniem i effektivnost' ih provedeniya v usloviyah rossijskogo rynka [The economic essence of debt financing repurchases and the effectiveness of their implementation in the conditions of the Russian market] /A.S. Konnova // Vestnik SPbGEU — №5(72). — 2014. — P. 112-114.

11. Measuring Tax Support for R&D and Innovation — OCED — URL: https://www.oecd.org/sti/rd-tax-stats.htm (accessed 15.04.2021)

12. Mishkin F.S., Eakins S.G. Financial Markets and Institutions/ F.S. Mishkin, S.G. Eakins // Pearsons (9th edition) — 2017. — P. 704.

13.Nikiforova M.V., Nikiforov S.A. Venchurnyj kapital kak faktor

vosproizvodstvennogo processa [Venture capital as a factor in the reproductive process] / M.V. Nikiforova, S.A. Nikiforov // Vestnik YUzhno-Ural'skogo gosudarstvennogo universiteta. Ser. «Ekonomika i menedzhment». — 2007. — № 5. — 26-33 pp.

14. Private Equity Activity 2020. — Investing in Europe — 2020. — P. 86.

15. Private Equity Activity H1 2021. — Investing in Europe — 2021. — P. 46.

16. Prowse S.D, The Economics of the Private Equity Market / S.D. Prowse // Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas — 1998. — P. 21-34.

17. Pyatickaya L.E. Rynok LBO: teoreticheskie predposylki, sovremennoe sostoyanie i perspektivy [LBO market: theoretical background, current state and prospects] / L.E. Pyatickaya // Finansy i kredit. — 2007. — 36 (276) — P. 27-33.

18. R&D tax expenditure and direct government funding of BERD — OCED — URL: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=RDTAX (accessed 15.04.2021)

19. Razvitie al'ternativnyh mekhanizmov investirovaniya: chastnye kapitalovlozheniya i kraudfanding. [Development of alternative investment mechanisms: private investment and crowdfunding.] — Bank Rossii — 2020. — P. 8-11.

20. Services, value added (% of GDP) — The World Bank — URL: https://data.worldbank.org/indicator/NV.SRV.TOTL.ZS?end=2020&start=2020&view=map (accessed 11.12.2021)

21. Suharev O.V. Vykup s ispol'zovaniem dolgovogo finansirovaniya (lbo) kak novyj instrument rynka korporativnogo kontrolya [Repurchase using debt financing (lbo) as a new tool of the corporate control market] / O.V. Suharev // Vestnik RGGU. Seriya «Ekonomika. Upravlenie. Pravo». — 2007. — № 11. — P. 251-257.