

II. ГРАЖДАНСКОЕ, СЕМЕЙНОЕ И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЕ ПРАВО**Информация для цитирования:**

Захаркина А. В., Кузнецова О. А. Развитие инструментов прямого финансирования субъектов малого и среднего предпринимательства: правовой аспект // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2019. Вып. 46. С. 651–671. DOI: 10.17072/1995-4190-2019-46-651-671.

Zakharkina A. V., Kuznetsova O. A. Razvitie instrumentov pryamogo finansirovaniya sub'ektov malogo i srednego predprinimatel'stva: pravovoy aspekt [Development of the Instruments for Direct Financing of Small and Medium-Sized Business: the Legal Aspect]. *Vestnik Permskogo universiteta. Juridicheskie nauki* – Perm University Herald. Juridical Sciences. 2019. Issue 46. Pp. 651–671. (In Russ.). DOI: 10.17072/1995-4190-2019-46-651-671.

УДК 347.41

DOI: 10.17072/1995-4190-2019-46-651-671

РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ПРЯМОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ СУБЪЕКТОВ МАЛОГО И СРЕДНЕГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА: ПРАВОВОЙ АСПЕКТ

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ и Пермского края в рамках научного проекта № 19-411-590001 р_а «Цифровизация региональной нормативной платформы инструментов развития субъектов малого и среднего предпринимательства в Пермском крае с целью завоевания им статуса инвестиционно привлекательного региона»

А. В. Захаркина

Кандидат юридических наук,
доцент кафедры гражданского права
Пермский государственный
национальный исследовательский университет
614990, Россия, г. Пермь, ул. Букирева, 15

ORCID: 0000-0002-7262-4467

ResearcherID: H-5062-2016

Статьи в БД «Scopus» / «Web of Science»:

DOI: 10.5901/mjss.2015.v6n3s6p107

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2014.30.10.14149

DOI: 10.17072/1995-4190-2017-37-323-333

E-mail: AnnaVladimirovna2009@yandex.ru

О. А. Кузнецова

Доктор юридических наук,
профессор кафедры предпринимательского права,
гражданского и арбитражного процесса

Пермский государственный
национальный исследовательский университет
614990, Россия, г. Пермь, ул. Букирева, 15

ORCID: 0000-0001-6880-5604

ResearcherID: D-1066-2016

Статьи автора в БД «Scopus» / «Web of Science»:

DOI: 10.5829/idosi.mejsr.2013.15.9.11540

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2013.24.01.13177

DOI: 10.17072/1995-4190-2015-2-61-70

DOI: 10.17323/2072-8166.2017.1.42.58

E-mail: predprim.pravo@gmail.com

© Захаркина А. В., Кузнецова О. А., 2019

**II. CIVIL, FAMILY AND BUSINESS LAW****Information for citation:**

Zakharkina A. V., Kuznetsova O. A. Razvitie instrumentov pryamogo finansirovaniya sub'ektov malogo i srednego predprinimatel'stva: pravovoy aspekt [Development of the Instruments for Direct Financing of Small and Medium-Sized Business: the Legal Aspect]. *Vestnik Permskogo universiteta. Juridicheskie nauki* – Perm University Herald. Juridical Sciences. 2019. Issue 46. Pp. 651–671. (In Russ.). DOI: 10.17072/1995-4190-2019-46-651-671.

UDC 347.41

DOI: 10.17072/1995-4190-2019-46-651-671

DEVELOPMENT OF THE INSTRUMENTS FOR DIRECT FINANCING OF SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESS: THE LEGAL ASPECT

The research was conducted with the financial support of the Russian Foundation for Basic Research and Perm Krai as part of scientific project No. 19-411-590001 r_a 'Digitization of the Regional Regulatory Platform of the Instruments for the Small and Medium-Sized Business Development in Perm Krai for the Purpose of Gaining the Status of Economically Attractive Region'

A. V. Zakharkina

Perm State University
15, Bukireva st., Perm, 614990, Russia

ORCID: 0000-0002-7262-4467

ResearcherID: H-5062-2016

Articles in the databases 'Scopus' / 'Web of Science':

DOI: 10.5901/mjss.2015.v6n3s6p107

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2014.30.10.14149

DOI: 10.17072/1995-4190-2017-37-323-333

E-mail: AnnaVladimirovna2009@yandex.ru

O. A. Kuznetsova

Perm State University
15, Bukireva st., Perm, 614990, Russia

ORCID: 0000-0001-6880-5604

ResearcherID: D-1066-2016

Articles in the databases 'Scopus' / 'Web of Science':

DOI: 10.5829/idosi.mejsr.2013.15.9.11540

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2013.24.01.13177

DOI: 10.17072/1995-4190-2015-2-61-70

DOI: 10.17323/2072-8166.2017.1.42.58

E-mail: predprim.pravo@gmail.com

© Zakharkina A. V., Kuznetsova O. A., 2019



Поступила в редакцию 01.09.2019

Введение: опыт европейских стран показывает, что венчурные инвестиции в наукоемкие производства являются важнейшим инструментом экономического развития страны. Одним из барьеров, препятствующих развитию венчурного инвестирования в России, следует признать отсутствие адекватного современным экономическим отношениям правового регулирования в этой сфере. **Цель:** решение имеющей значение для развития российского гражданского права задачи – задачи разработки правовых механизмов, обеспечивающих развитие инструментов прямого финансирования субъектов малого и среднего предпринимательства, в том числе организационно-правовых форм существования венчурных фондов через призму хозяйственных обществ, простого товарищества, доверительного управления имуществом, хозяйственных товариществ и договора инвестиционного товарищества; организационно-правовых форм существования реципиента инвестиций через призму хозяйственных партнерств и хозяйственных обществ; договорных конструкций, позволяющих бизнес-ангелам и иным частным инвесторам заключать инвестиционную сделку на справедливых условиях. **Методы:** общенаучный (диалектический) метод познания научных концепций гражданского и корпоративного права; частнонаучные методы познания: формально-юридический, историко-правовой, метод сравнительного правоведения. **Результаты:** стратегия развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года оперирует такими инструментами прямого финансирования, как венчурное финансирование, инвестиции бизнес-ангелов, гибридное (мезонинное) финансирование. При этом до сих пор отсутствует правовая «инфраструктура», позволяющая применять указанные инструменты. Так, в российском гражданском праве не обнаруживается оптимальной организационно-правовой формы, максимально учитывающей особенности венчурного фонда: создание корпорации нецелесообразно с налоговой точки зрения; договорные формы простого товарищества и доверительного управления имуществом не позволяют осуществлять управленческое воздействие; не получило распространения инвестиционное товарищество. В отсутствие специальных организационно-правовых форм для реципиента инвестиций и неприменимости к указанным отношениям формы хозяйственного партнерства приходится использовать хозяйственные общества с помощью таких инструментов, обеспечивающих дополнительные права инвесторов, как корпоративный договор в ООО и привилегированные акции в АО. Авторы также рассуждают об уникальности такого инструмента прямого инвестирования, как привлечение свободных средств бизнес-ангелов, и о крайней непопулярности подобной практики в России, приходя к выводу об отсутствии отечественной экосистемы бизнес-ангельского инвестирования и соответствующей культуры. **Выводы:** для решения обозначенных проблем предлагается комплексное регулирование венчурного инвестирования на уровне специального Федерального закона «О венчурной инвестиционной деятельности в Российской Федерации» и создания в регионах соответствующей экосистемы.

Ключевые слова: венчурное финансирование; венчурный фонд; инвестиции бизнес-ангелов; конвертируемый заем; субъекты малого и среднего предпринимательства; цифровая экономика

Received 01.09.2019

Introduction: the experience of the European countries proves that venture capital investment into knowledge-intensive industries is the most important instrument of a country's economic development. One of the barriers standing on the way of venture capital financing in Russia is the absence of legal regulation in this sphere that would comply with the modern economic relations. The **purpose** of the article is to solve the problem meaningful for the Russian civil law – to develop legal mechanisms that would ensure development of the instruments for direct financing of small and medium-sized business, including the following: organizational-legal forms for venture funds from the perspective of economic entities, simple partnership, trust management of property, economic partnership and the investment partnership agreement; organizational-legal forms for the investment recipient from the perspective of economic partnerships and economic entities; contractual constructions which would allow business angels and other private investors to make investment deals on fair terms. **Methods:** general scientific (dialectical) method of cognizing scientific concepts of civil and corporate law; specific scientific methods of cognition: formal juridical, historical legal, the method of comparative legal study. **Results:** the strategy of the small and medium-sized business development in the Russian Federation for the period until 2030 uses such instruments of direct financing as venture capital financing, angel investment, hybrid (mezzanine) financing. At the same time, so far there is no legal 'infrastructure' which would make it possible to apply the above instruments. Specifically, Russian civil law does not provide for an optimal organizational-legal form which could as much as possible take into account specific features of the venture fund: creation of a corporation is not feasible in terms of taxation; contractual forms of the simple partnership and trust property management do not allow for a managerial impact; the investment partnership has not become widespread practice. For lack of a special organizational-legal form for the investment recipient and owing to inapplicability of the economic partnership form to the above relations, the only available way is to use economic entities with the help of instruments that secure additional rights of investors – corporate agreement in limited liability companies and preferred stock in joint stock companies. The authors also discuss the uniqueness of such a direct financing instrument as attracting temporarily free funds of business angels, being extremely unpopular in Russia, and come to a conclusion that in the country there is no national ecosystem of angel investing and the respective culture. **Conclusions:** for solving the above problems, the authors propose developing a complex regulation of venture financing at the level of the special federal law 'On Venture Investment Activity in the Russian Federation' and creating the respective ecosystem in the regions.

Keywords: venture capital financing; venture fund; angel investment; convertible debt; small and medium-sized business; digital economy

DEVELOPMENT OF THE INSTRUMENTS FOR DIRECT FINANCING OF SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESS: THE LEGAL ASPECT

The research was conducted with the financial support of the Russian Foundation for Basic Research and Perm Krai as part of scientific project No. 19-411-590001 p_a 'Digitization of the Regional Regulatory Platform of the Instruments for the Small and Medium-Sized Business Development in Perm Krai for the Purpose of Gaining the Status of Economically Attractive Region'

A. V. Zakharkina

Perm State University
15, Bukireva st., Perm, 614990, Russia

ORCID: 0000-0002-7262-4467

ResearcherID: H-5062-2016

Articles in the databases 'Scopus' / 'Web of Science':

DOI: 10.5901/mjss.2015.v6n3s6p107

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2014.30.10.14149

DOI: 10.17072/1995-4190-2017-37-323-333

E-mail: AnnaVladimirovna2009@yandex.ru

O. A. Kuznetsova

Perm State University
15, Bukireva st., Perm, 614990, Russia

ORCID: 0000-0001-6880-5604

ResearcherID: D-1066-2016

Articles in the databases 'Scopus' / 'Web of Science':

DOI: 10.5829/idosi.mejsr.2013.15.9.11540

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2013.24.01.13177

DOI: 10.17072/1995-4190-2015-2-61-70

DOI: 10.17323/2072-8166.2017.1.42.58

E-mail: predprim.pravo@gmail.com

Received 01.09.2019

Introduction: the experience of the European countries proves that venture capital investment into knowledge-intensive industries is the most important instrument of a country's economic development. One of the barriers standing on the way of venture capital financing in Russia is the absence of legal regulation in this sphere that would comply with the modern economic relations. The **purpose** of the article is to solve the problem meaningful for the Russian civil law – to develop legal mechanisms that would ensure development of the instruments for direct financing of small and medium-sized business, including the following: organizational-legal forms for venture funds from the perspective of economic entities, simple partnership, trust management of property, economic partnership and the investment partnership agreement; organizational-legal forms for the investment recipient from the perspective of economic partnerships and economic entities; contractual constructions which would allow business angels and other private investors to make investment deals on fair terms. **Methods:** general scientific (dialectical) method of cognizing scientific concepts of civil and corporate law; specific scientific methods of cognition: formal juridical, historical legal, the method of comparative legal study. **Results:** the strategy of the small and medium-sized business development in the Russian Federation for the period until 2030 uses such instruments of direct financing as venture capital financing, angel investment, hybrid (mezzanine) financing. At the same time, so far there is no legal 'infrastructure' which would make it possible to apply the above instruments. Specifically, Russian civil law does not provide for an optimal organizational-legal form which could as much as possible take into account specific features of the venture fund: creation of a corporation is not feasible in terms of taxation; contractual forms of the simple partnership and trust property management do not allow for a managerial impact; the investment partnership has not

Information in Russian

РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ПРЯМОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ СУБЪЕКТОВ МАЛОГО И СРЕДНЕГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА: ПРАВОВОЙ АСПЕКТ

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ и Пермского края в рамках научного проекта № 19-411-590001 p_a «Цифровизация региональной нормативной платформы инструментов развития субъектов малого и среднего предпринимательства в Пермском крае с целью завоевания им статуса инвестиционно привлекательного региона»

А. В. Захаркина

Кандидат юридических наук,
доцент кафедры гражданского права

Пермский государственный
национальный исследовательский университет
614990, Россия, г. Пермь, ул. Букирева, 15

ORCID: 0000-0002-7262-4467

ResearcherID: H-5062-2016

Статьи в БД «Scopus» / «Web of Science»:

DOI: 10.5901/mjss.2015.v6n3s6p107

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2014.30.10.14149

DOI: 10.17072/1995-4190-2017-37-323-333

E-mail: AnnaVladimirovna2009@yandex.ru

О. А. Кузнецова

Доктор юридических наук,
профессор кафедры предпринимательского права,
гражданского и арбитражного процесса

Пермский государственный
национальный исследовательский университет
614990, Россия, г. Пермь, ул. Букирева, 15

ORCID: 0000-0001-6880-5604

ResearcherID: D-1066-2016

Статьи автора в БД «Scopus» / «Web of Science»:

DOI: 10.5829/idosi.mejsr.2013.15.9.11540

DOI: 10.5829/idosi.wasj.2013.24.01.13177

DOI: 10.17072/1995-4190-2015-2-61-70

DOI: 10.17323/2072-8166.2017.1.42.58

E-mail: predprim.pravo@gmail.com

Поступила в редакцию 01.09.2019

Введение: опыт европейских стран показывает, что венчурные инвестиции в наукоёмкие производства являются важнейшим инструментом экономического развития страны. Одним из барьеров, препятствующих развитию венчурного инвестирования в России, следует признать отсутствие адекватного современным экономическим отношениям правового регулирования в этой сфере. **Цель:** решение имеющей значение для развития российского гражданского права задачи – задачи разработки правовых механизмов, обеспечивающих развитие инструментов прямого финансирования субъектов малого и среднего предпринимательства, в том числе организационно-правовых форм существования венчурных фондов через призму хозяйственных обществ, простого товарищества, доверительного управления имуществом, хозяйственных товариществ и договора инвестиционного товарищества; организационно-правовых форм существования реципиента инвестиций через призму хозяйственных партнерств и хозяйственных обществ; договорных конструкций, позволяющих бизнес-ангелам и иным частным инвесторам заключать инвестиционную сделку на справедливых условиях. **Методы:** общенаучный (диалектический) метод познания научных концепций гражданского и корпоративного права; частнонаучные методы познания: формально-юридический, историко-правовой, метод сравнительного правоведения. **Результаты:** стратегия развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года оперирует такими инструментами

become widespread practice. For lack of a special organizational-legal form for the investment recipient and owing to inapplicability of the economic partnership form to the above relations, the only available way is to use economic entities with the help of instruments that secure additional rights of investors – corporate agreement in limited liability companies and preferred stock in joint stock companies. The authors also discuss the uniqueness of such a direct financing instrument as attracting temporarily free funds of business angels, being extremely unpopular in Russia, and come to a conclusion that in the country there is no national ecosystem of angel investing and the respective culture. **Conclusions:** for solving the above problems, the authors propose developing a complex regulation of venture financing at the level of the special federal law 'On Venture Investment Activity in the Russian Federation' and creating the respective ecosystem in the regions.

Keywords: venture capital financing; venture fund; angel investment; convertible debt; small and medium-sized business; digital economy

Введение

В условиях глобализации и цифровизации лидирующие позиции занимают те страны, чья экономика направлена на активизацию инновационной деятельности и повышение восприимчивости к инновационным процессам. Кажется бы, на смену модному термину «инновационная экономика» пришел новый – «цифровая экономика», однако это глубокое заблуждение. Наряду с влиянием глобализации цифровая промышленность во всем мире распространилась и доминировала в каждом сегменте бизнеса. В современных экономических условиях цифровизации общества как никогда возрастает потребность в инновациях и, как следствие, инвестициях.

Российский цифровой рынок показывает исторически сильный рост. В период 2011–2015 гг. рынок вырос на 59 %, в абсолютном росте составил 1,2 трлн руб. (17,9 млрд долл.). При этом цифровая экономика будет играть одну из ключевых ролей в будущем росте экономики страны – так, потенциальный эффект для ВВП от цифровизации экономики к 2025 г. составит 4,1–8,9 трлн руб. (61–132 млрд долл.), 19–34 % от общего прогнозируемого роста ВВП. Достижение подобных показателей не представляется возможным без вложений в малый и средний бизнес, в среде которого и происходит инновационная активность. Однако до сих пор остаются открытыми вопросы о роли государства [33; 34] в развитии рынка венчурного капитала, о правовой регламентации венчурного инвестирования в наукоемкие производства, создании венчурной инфраструктуры.

Обеспечение национальных интересов в области цифровой экономики (формирование рынков, основанных на использовании инфор-

мационных технологий, увеличение за счет применения новых технологий объема несырьевого российского экспорта и т. д.), о которых говорится в указе Президента РФ от 9 мая 2017 г. № 203 «О Стратегии развития информационного общества в Российской Федерации на 2017–2030 годы»¹, на наш взгляд, представляется возможным только с помощью инновационных финансовых инструментов.

Инструменты прямого финансирования

Инструменты прямого финансирования и уровень их распространения во многом определяют развитие экономики любой страны. В распоряжении Правительства РФ от 2 июня 2016 г. № 1083-р «Об утверждении Стратегии развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года» (далее – Стратегия развития МСП)² говорится: «Развитию высокотехнологичных малых и средних предприятий будет способствовать расширение практики применения инструментов прямого финансирования – венчурного финансирования, инвестиций бизнес-ангелов, гибридного (мезонинного) финансирования».

¹ О Стратегии развития информационного общества в Российской Федерации на 2017–2030 годы: указ Президента РФ от 9 мая 2017 г. № 203 // Официальный интернет-портал правовой информации: <http://www.pravo.gov.ru> (дата опубликования: 10.05.2017).

² Об утверждении Стратегии развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года: распоряжение Правительства РФ от 2 июня 2016 г. № 1083-р (ред. от 30.03.2018) (вместе с «Планом мероприятий (“дорожной картой”) по реализации Стратегии развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации на период до 2030 года») // Официальный интернет-портал правовой информации: <http://www.pravo.gov.ru> (дата опубликования: 10.06.2016).

прямого финансирования, как венчурное финансирование, инвестиции бизнес-ангелов, гибридное (мезонинное) финансирование. При этом до сих пор отсутствует правовая «инфраструктура», позволяющая применять указанные инструменты. Так, в российском гражданском праве не обнаруживается оптимальной организационно-правовой формы, максимально учитывающей особенности венчурного фонда: создание корпорации нецелесообразно с налоговой точки зрения; договорные формы простого товарищества и доверительного управления имуществом не позволяют осуществлять управленческое воздействие; не получило распространения инвестиционное товарищество. В отсутствие специальных организационно-правовых форм для реципиента инвестиций и неприменимости к указанным отношениям формы хозяйственного партнерства приходится использовать хозяйственные общества с помощью таких инструментов, обеспечивающих дополнительные права инвесторов, как корпоративный договор в ООО и привилегированные акции в АО. Авторы также рассуждают об уникальности такого инструмента прямого инвестирования, как привлечение свободных средств бизнес-ангелов, и о крайней непопулярности подобной практики в России, приходя к выводу об отсутствии отечественной экосистемы бизнес-ангельского инвестирования и соответствующей культуры. **Выводы:** для решения обозначенных проблем предлагается комплексное регулирование венчурного инвестирования на уровне специального Федерального закона «О венчурной инвестиционной деятельности в Российской Федерации» и создания в регионах соответствующей экосистемы.

Ключевые слова: венчурное финансирование; венчурный фонд; инвестиции бизнес-ангелов; конвертируемый заем; субъекты малого и среднего предпринимательства; цифровая экономика

Introduction

In the conditions of globalization and digitalization, the leading positions are being occupied by the countries whose economies are aimed at intensifying the innovation activities and enhancing the susceptibility to innovation processes. It would seem that the fashionable term 'innovation-driven economy' has been replaced with a new one – 'digital economy'; however, this is a profound mistake. Together with the influence of globalization, the digital industry got spread all over the world and started dominating in every business segment. Under the modern economic conditions characterized by digitalization of society, the demand for innovations and, consequently, investments has increased more than ever before.

The Russian digital market is demonstrating historically strong growth. Within the period of 2011–2015, the market grew by 59% and made up 1,2 trillion rubles (\$17.9 bln.) in absolute figures. With this, the digital economy is going to play one of the key roles in the future growth of the country's economy. For example, by 2025 the potential economy digitalization effect on the GDP is expected to amount to 4.1–8.9 trillion rubles (\$61–132 bln.), that is 19–34% of the total predicted GDP growth. Reaching such figures does not seem possible without investments into small and medium-sized business as innovative activities take place particularly in this business environment. However, the questions still remain open about the role of the state [33, 34] in the development of venture capital, about the legal regulation of venture investments into knowledge-intensive industries and about the venture infrastructure development.

In our opinion, application of innovative financial instruments is the only way to ensure national interests in digital economy which are mentioned in RF Presidential Decree of 09.05.2017 No. 203 'On the Strategy of the Information Society in the Russian Federation in 2017–2030'¹ (development of IT-based markets, increase in the volume of non-resource Russian export due to the use of new technologies, etc.).

Instruments of Direct Financing

The instruments of direct financing and the degree of their expansion predetermine any country's economy development to a great extent. RF Government Resolution of 02.06.2016 No. 1083-r 'On the Establishment of the Strategy for the Development of Small and Medium-Sized Entrepreneurship for the Period up to 2030' (hereinafter referred to as the *Strategy of the SME Development*)² runs that 'the development of high-technology small and medium-sized enterprises

¹ 'On the Strategy for the Information Society Development in the Russian Federation for 2017–2030': Decree of the President of the Russian Federation No. 203 of May 9, 2017. *Official Internet portal of legal information*. Available at: <http://www.pravo.gov.ru> (accessed 10.05.2017).

² 'On the Strategy for the Development of Small and Medium-Sized Entrepreneurship for the period up to 2030': Decree of the Government of the Russian Federation No. 1083-r of June 2, 2016 (as amended on 30.03.2018) (together with the 'Action Plan ("Road Map") on the Implementation of the Small and Medium-Sized Entrepreneurship Development Strategy for the Period up to 2030'). *Official Internet portal of legal information*. Available at: <http://www.pravo.gov.ru> (accessed 10.06.2016).

О. А. Тарасенко, цитируя Стратегию развития МСП, отмечает: «Анализ форм финансовой поддержки демонстрирует, что в России используется весьма бедный инструментарий» [14, с. 50]. Основной тенденцией в сфере развития указанных форм следует признать предоставление субсидий на безвозмездной и безвозвратной основе, однако указанный инструмент уже давно зарекомендовал с себя не с лучшей стороны: в этой сфере велико количество злоупотреблений, а эффективность субсидий не находит соответствующего подтверждения цифрами.

Формы венчурного финансирования

В экономической науке под венчурным инвестированием принято понимать механизм привлечения инвестиций в капитал новых высокорисковых компаний, целью деятельности которых являются разработка и производство наукоемких продуктов. Конечной целью венчурного финансирования следует признать получение прибыли от вложенных средств. В свою очередь, венчурные инвестиции – это капитал, вкладываемый преимущественно в компании, деятельность которых находится в сфере внедрения технических новинок, новых технологий в наукоемких областях [11].

Прежде всего отметим, что использование венчурного финансирования как инструмента поддержки малого и среднего предпринимательства является весьма редкой практикой в нашей стране.

Российское венчурное финансирование осуществляется, главным образом, в рамках специально созданных для этого фондов. Так, в этой сфере известны государственные фонды (АО «Российская венчурная компания»¹); региональные венчурные фонды (например, закрытые паевые инвестиционные фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций), созданные при финансовой поддержке Министерства экономического развития РФ, региональных органов исполнительной власти, а также частных инвесторов. В топ-8 венчурных фондов по версии РВК за 2018 г. вошли: Runa Capital, I2BF, Target Global, Primer Capital, Fort Ross Venture, Gagarin Capital, QIWI Ventures, Фонд бизнес-ангелов «AddVenture». Отдельно добавим, что

¹ Об открытом акционерном обществе «Российская венчурная компания»: постановление Правительства РФ от 24 авг. 2006 г. № 516 // Собр. законодательства Рос. Федерации. 2006. № 35, ст. 3762.

в 2005 г. Правительством Пермского края был создан «Венчурный Фонд Пермского края». Целями деятельности Фонда являются: развитие в Пермском крае инфраструктуры венчурного финансирования субъектов предпринимательской деятельности в промышленной, научной, научно-технической и инновационной сфере Пермского края; содействие реализации промышленной политики в Пермском крае. К основным видам деятельности Фонда относятся: поддержка инновационной деятельности предпринимательских структур, стимулирование разработки и производства принципиально новых видов продукции, содействие в освоении новых технологий и изобретений, содействие субъектам малого и среднего предпринимательства в государственной регистрации результатов интеллектуальной деятельности, созданных ими, защите прав субъектов малого и среднего предпринимательства в сфере защиты интеллектуальной собственности и оказание поддержки в области коммерциализации инновационных проектов субъектов малого и среднего предпринимательства; предоставление субъектам малого и среднего предпринимательства в научно-технической сфере финансовой поддержки в следующих формах: предоставление займов; участие в уставном капитале субъектов малого и среднего предпринимательства; участие в формировании инфраструктуры инвестиций в субъекты малого и среднего предпринимательства.

По справедливому замечанию Р. М. Янковского, «несовершенство законодательства и поиск подходящей организационно-правовой формы остаются главными барьерами для развития венчурного финансирования» [18, с. 55]. Одной из таких проблем является выбор оптимальной организационно-правовой формы, максимально учитывающей особенности венчурного фонда как основного института в сфере венчурного финансирования.

Организационно-правовая форма венчурного фонда

С экономической точки зрения венчурный фонд представляет собой инвестора, привлекающего средства третьих лиц для их инвестирования в стартапы. Структурно венчурный фонд – это инвесторы и управляющая компания, которая занимается активами и принимает инвестиционные решения. Инвесторы же, как правило, представлены банками, страховыми компа-

will be facilitated by broadening the practice of using the instruments of direct financing – i.e. venture capital financing, angel investment, hybrid (mezzanine) financing’.

Citing the *Strategy of the SME Development*, O. A. Tarasenko notes that ‘the analysis of the forms of financial support demonstrates that Russia uses a rather humble instrumentarium’ [14, p. 50]. The main tendency in the development of the above forms should be found in granting subsidies on a compensation-free and non-repayable basis; however, this instrument has not given a good showing of itself: there are a lot of facts of misuse in this sphere, and the efficiency of subsidies cannot be confirmed with corresponding figures.

Forms of Venture Capital Financing

In economic science, venture capital financing is understood as the mechanism of raising investment into the capital of new highly risky companies aimed at developing and producing knowledge-intensive products. The final purpose of venture capital financing shall be recognized in gaining profit from invested funds. Venture investments, in their turn, are the capital mainly invested into the companies engaged in introducing technical innovations and new technologies in knowledge-intensive industries [11].

First of all, let us note that using venture capital financing as an instrument of supporting small and medium-sized business is rather a rare practice in our country.

Russian venture capital financing is mostly effected by funds specially established for this purpose. For example, some state funds are known in this sphere (JSC ‘Russian Venture Company’¹), as well as regional venture funds (for example, closed investment funds of especially risky (venture) investments) which were created with the financial support of the RF Ministry for the Economic Development, regional executive agencies and private investors. According to the RVC, the top 8 venture

¹ On Joint Stock Company ‘Russian Venture Company’: Decree of the Government of the Russian Federation No. 516 of August 24, 2006. *Collection of Legislative Acts of the Russian Federation*. No. 35. Art. 3762.

funds in 2018 included the following: Runa Capital, I2BF, Target Global, Primer Capital, Fort Ross Venture, Gagarin Capital, QIWI Ventures, Business-angels fund ‘AddVenture’. Let us separately note that in 2005 the Government of the Perm region founded the ‘Venture Fund of the Perm Region’. The objectives of its activities are as follows: development of the infrastructure for venture capital financing of those performing entrepreneurial activities in industrial, scientific, technical and innovative spheres of the Perm region; assistance in implementing the industrial policy in the region. The major types of the fund’s activities include: supporting innovative practices of enterprises; stimulating the development and production of conceptually new types of products; assisting in assimilating new technologies and inventions; helping small and medium-sized enterprises with the official registration of the intellectual activities results obtained by them and with the protection of their rights in the sphere of intellectual property protection; lending support in commercialization of innovative projects of small and medium-sized enterprises; providing scientific small and medium-sized enterprises with financial help by way of granting loans; participating in the capital of small and medium-sized enterprises; participating in forming the infrastructure of investments into small and medium-sized enterprises.

As R. M. Yankovskiy was right to note, ‘the imperfection of the legislation and the search for the suitable organizational-legal form remain the main obstacle in the path of the venture financing development’ [18, p. 55]. One of such problems is the problem of choosing the most practicable organizational-legal form which would best take account of the characteristics of the venture fund as of the main institution in venture financing.

Organizational-Legal Form of a Venture Fund

From the economic point of view, a venture capital fund is an investor that attracts the third parties’ resources for investing them into startups. In terms of its structure, a venture capital fund comprises investors and a controlling company which works with the assets and takes investment decisions. As a rule, the investors are banks,

ниями, частными и государственными фондами, а также индивидуальными инвесторами.

При этом слово «фонд» в словосочетании «венчурный фонд» не стоит трактовать в смысле организационно-правовой формы, так как в данном случае речь не идет об унитарной некоммерческой организации, создаваемой для той или иной цели. Словосочетание «венчурный фонд» стоит понимать в его экономическом смысле, подразумевая под ним, прежде всего, инвестиционный инструмент аккумуляции капитала для его последующего вложения в бизнес. Для квалификации венчурного фонда экономисты используют главным образом два показателя: предмет инвестирования и инвестиционную стратегию.

Венчурные фонды всегда нацелены на привлечение максимальной прибыли из тех проектов, которые они финансируют. От инвестиционной политики венчурного фонда зависит его жизнеспособность. Так, практика российских венчурных фондов показывает, что на шесть неуспешных проектов приходится один сверхуспешный [3, с. 47]. При этом, с учетом низкой предпринимательской активности в Российской Федерации в целом, отсутствия у большинства начинающих стартаперов управленческих компетенций, венчурные фонды берут на себя большое количество сопутствующих функций: от непосредственного вложения инвестиций в бизнес-проекты до юридического, финансового, управленческого и иного сопровождения.

Организация венчурного инвестирования осуществляется менеджерами венчурного фонда, которые занимаются поиском инвесторов, предоставлением им инвестиционной декларации фонда, заключением с ними сделок. Особенно популярны обязательства о перечислении денежных средств в фонд по запросу управляющей компании венчурного фонда.

При выборе организационно-правовой формы фонда необходимо учитывать несколько нюансов. Во-первых, следует оценивать правовой статус инвесторов фонда, а также юрисдикцию, в рамках которой находится их капитал. Во-вторых, немаловажное значение имеет и механизм налогообложения: здесь главное правило заключается в уходе от двойного налогообложения. В-третьих, важно анализировать публичные аспекты такой деятельности: национальное законодательство о валютном регулировании и валютном контроле, а также иные административные ограничения.

В научной литературе обращается внимание на наличие конкуренции юрисдикций в сфере венчурного инвестирования: отсутствие в российской правовой системе специальной организационно-правовой формы, обеспечивающей нужды венчурного фонда, заставляет инвесторов и управляющую компанию прибегать к инструментам, существующим в зарубежных правовых системах.

В условиях российской правовой действительности получили распространение главным образом три способа оформления правоотношений, обеспечивающих функционирование венчурного фонда: 1) через создание корпорации (как правило, акционерного общества); 2) через товарищество с помощью заключения договора о совместной деятельности; 3) через доверительное управление имуществом (траст).

Два последних способа организации венчурного фонда – с помощью простого товарищества и доверительного управления – имеют значительные налоговые преимущества в сравнении с созданием корпорации. Однако с помощью корпораций процесс управления венчурным фондом гораздо более эффективен, так как предполагает наличие специально созданных управленческих органов.

Сравнительный анализ американского Limited Partnership и российского товарищества на вере

Отметим, что общепризнанным стандартом венчурного фонда принято считать американское ограниченное партнерство – Limited Partnership. Подобная организационно-правовая форма венчурного бизнеса характерна для большинства стран общего права. Ограниченное партнерство – это договорное объединение, которое признается самостоятельным участником имущественного оборота. В нем обязательно присутствует хотя бы один полный партнер (как правило, управляющая компания фонда). Особенность такого партнерства в том, что ответственность инвесторов ограничена, что препятствует обращению взыскания на имущество партнерства по долгам его инвесторов. Несомненным преимуществом такого партнерства следует признать его налоговый режим: доход партнерства считается доходом его инвесторов, которые уплачивают налог на прибыль, что обеспечивает «налоговую прозрачность». Юридически подобные правоотношения

insurance companies, private and state funds, and individually acting investors.

With this, the word ‘fund’ in the word combination ‘venture fund’ should not be viewed from the point of its organizational-legal form, as what is meant here is not a unitary non-commercial organization founded for a certain purpose. The phrase ‘venture fund’ should be understood in its economic sense, meaning first of all an investment instrument of accumulating the capital for its subsequent investing into business. For qualifying a venture fund, economists usually use two parameters: the investment subject and the investment strategy.

Venture capital funds are always aimed at making maximum profit from the projects they finance. The investment policy of a venture capital fund preconditions its viability. Specifically, the practice of the Russian venture capital funds demonstrates that there are six unsuccessful projects for one super-successful [3, p. 47]. With this, in view of the low entrepreneurial activity in the Russian Federation in general, while the majority of the beginning startupper lack managerial competences, venture capital funds take a great amount of associated functions upon themselves: starting from direct investments into business-projects and finishing with juridical, financial, administrative and other assistance.

The organization of venture financing is performed by the managers of the venture capital fund who search for the investors, provide them with the investment policy statement, make deals with them. The obligations on the money transfer upon the request of the controlling company of the venture capital fund are especially popular.

Several aspects need to be addressed when selecting the organizational-legal form of the fund. First of all, the legal status of the investors should be considered, as well as the jurisdiction under which their capital is used. Secondly, the taxation mechanism is not insignificant: the main rule here is to avoid double tax. Thirdly, it is important to analyze the public aspects of such activities: the national legislation on currency exchange regulations and control, and other administrative restrictions.

In scientific literature, it is mentioned that the jurisdiction competition is observed in the venture investing sphere: the absence of a special organizational-legal form in the Russian legal system which could meet the needs of the venture capital fund makes the investor and the controlling company use instruments which are adopted in foreign legal systems.

In the conditions of the current Russian legal reality, the following three main ways of registering the relations which ensure a venture fund functioning are widely used: 1) through establishing a corporation (as a rule, a joint stock company); 2) through a partnership with concluding a cooperation agreement; 3) through trust management of property (trust).

The two latter ways of organizing a venture fund – through a simple partnership and through trust management – have significant taxation advantages as compared to a corporation establishment. However, with a corporation, the process of managing a venture capital fund is more effective, as it suggests the availability of the specially developed administrative bodies.

Comparative Analysis of the American Limited Partnership and the Russian Trust Partnership

Let us note that the universally acknowledged standard of a venture capital fund is believed to be the American Limited Partnership. Such an organizational-legal form of venture business is typical of the majority of common-law countries. A limited partnership is a contractual association which is recognized as an independent participant in the property turnover. In all cases, it has at least one full partner (as a rule, this partner is the fund’s controlling company). The peculiar feature about this partnership is that the liability of the investors is limited, which allows for avoiding seizure of the partnership property for the debts incurred by its partners. The apparent advantage of such a partnership is found in its taxation regime: the income of the partnership is considered to be the income of its investors who pay their profit tax and thus ensure the ‘fiscal transparency’. Such legal relations

ношения оформляются соглашением (limited partnership agreement).

Сравнивая американское и российское законодательство в сфере венчурного инвестирования, можно предположить, что ограниченное партнерство напоминает товарищество на вере. Однако ряд существенных недостатков такой организационно-правовой формы, как товарищество, воспрепятствовали распространению этой формы юридических лиц в среде венчурного инвестирования. Так, недостатками товарищества на вере следует признать: ограничение по участию в товариществах (полный товарищ может быть таковым только в одном хозяйственном товариществе), пробельность правового регулирования института учредительного договора хозяйственного товарищества, право выхода управляющего товарища из состава хозяйственного товарищества, существенное налоговое бремя.

По поводу последнего недостатка стоит привести пример с налогообложением товариществ в зарубежных странах: например, в США и Франции товарищества не облагаются налогами на собственный доход. Указанные обстоятельства, вероятно, послужили демотиваторами к организации бизнеса в России через хозяйственные товарищества: на товарищей возлагается полная ответственность всем своим имуществом и точно такая же налоговая нагрузка, как в хозяйственных обществах, в которых ответственность ограничена долей участия или стоимостью акций. В итоге хозяйственные товарищества крайне непопулярны в российском предпринимательстве, что обуславливает низкую активность законодателя в сфере реформирования этой организационно-правовой формы юридических лиц и незначительный объем судебной-арбитражной практики.

Простое товарищество как организационно-правовая форма венчурного фонда

В отличие от хозяйственного товарищества простое товарищество, основанное на договоре о совместной деятельности, отличается той самой «налоговой прозрачностью», о которой мы рассуждали относительно американского ограниченного партнерства, что и послужило причиной создания венчурных фондов через данную договорную конструкцию, однако и этот способ организации не лишен недостатков. Так, в числе недостатков следует назвать солидарную ответственность товари-

щей, право выхода товарищей из договора, запрет на участие в товариществе для институциональных и государственных инвесторов, непубличность договора и др.

По поручению Президента РФ был разработан и впоследствии принят Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе»¹, который и был направлен на создание правовых условий для привлечения инвестиций в экономику Российской Федерации и реализации инвестиционных проектов на основании договора инвестиционного товарищества.

Договор инвестиционного товарищества и его место в венчурном финансировании

Инвестиционное товарищество представляет собой договорное объединение, связывающее контрагентов такого договора обязательственными правоотношениями. В качестве предмета договора инвестиционного товарищества выступает совместная деятельность, которая направлена на инвестирование. Представляет особый интерес форма такого договора: он заключается в письменной форме и подлежит обязательному нотариальному депонированию.

Контрагентами по данному договору выступают товарищи-вкладчики и управляющие товарищи, которые должны при этом иметь статус юридических лиц. Закон устанавливает минимальные и максимальные ограничения по количественному составу участников такого договора: их не может быть менее двух и более пятидесяти. Товарищи-вкладчики являются инвесторами, они не вправе участвовать в принятии инвестиционных решений, поскольку указанная функция является исключительной прерогативой управляющих товарищей.

Инвестиционное товарищество, будучи договорным объединением, не является самостоятельным участником имущественного оборота, не обладает правосубъектностью и не образует юридическое лицо. Организационно-управленческие функции в инвестиционном товариществе возложены на уполномоченного управляющего товарища, который ведет учет имущества, открывает банковские счета, участвует в имущественном обороте от имени товарищества и т. д. [7].

¹ Об инвестиционном товариществе: Федер. закон от 28 нояб. 2011 г. № 335-ФЗ (ред. от 21.07.2014) // Официальный интернет-портал правовой информации: <http://www.pravo.gov.ru> (дата опубликования: 29.11.2011).

are juridically fixed through a limited partnership agreement.

When comparing American and Russian legislation on venture investing, one can assume that a limited partnership resembles a trust partnership. However, a number of significant drawbacks of such an organizational-legal form as partnership prevented this form from spreading in the venture investment environment. The following shall be recognized as drawbacks of the trust partnership: the restrictions on participation in a partnership (a full partner can be such only in one business partnership), the gaps in the legal regulation of the institution of the business partnership foundation agreement, the right of the managing partner to withdraw from the business partnership, the significant tax load.

With regard to the last-mentioned drawback, it is worth providing the following examples of partnership taxation in other countries: the USA and France do not levy taxes upon partnerships for earned income. The above circumstances have likely demotivated organizing business in Russia through establishing business partnerships: the partners are fully liable with all their property for their actions and have the same tax load as business entities, where the liability is limited by the participation share and the stock value. As a result, business partnerships are hugely unpopular in Russian business, which explains why the legislator does not put efforts into reforming this organizational-legal form of legal person and why the arbitration practice is so insignificant in volume.

Simple Partnership as an Organizational-Legal Form of a Venture Capital Fund

Unlike the economic partnership, the simple partnership, based on the cooperation agreement, is notable for 'fiscal transparency', which was discussed above when discussing the American limited partnership. This was the reason why venture capital funds were established through this contractual construction. However, this way of organization is not free from shortcomings either. The following aspects can be mentioned among the drawbacks: the joint liability of the partners, the

right of the partners to withdraw from the agreement, the prohibition for the institutional and state investors to participate in the partnership, non-publicity of the agreement, and others.

At the instruction of the RF President, Federal Law of 28.11.2011 No. 335-FZ 'On the Investment Partnership' was developed and later adopted¹. It was aimed at creating legal conditions for attracting investment into Russia's economy and implementing investment projects on the basis of the investment partnership agreement.

Investment Partnership Agreement and Its Place in Venture Funding

An investment partnership is a contractual association which makes the contracting parties connected with obligation-based legal relations. The subject of the investment partnership agreement is the joint activity aimed at investing. The form of this agreement is especially interesting: it is concluded in writing and must be deposited at the notary's office.

The contracting parties to this agreement are the partners-depositors and the managing partners, who should have the status of legal persons. The law sets minimum and maximum restrictions on the number of participants in this agreement: there may not be less than two and more than fifty of them. The partners-depositors are investors, they are not entitled to participate in the process of taking decisions as this function is the prerogative right of the managing partners.

An investment partnership, being a contractual association, is not an independent participant of the property turnover, it does not possess juridical personality and does not constitute a legal person. In an investment partnership, the authorized managing partner is entrusted with these functions. He/she keeps the records of the property, opens bank accounts, participates in the property turnover on behalf of the partnership, and so on [7].

¹ On the Investment Partnership: Federal Law No. 335-FZ of November 28, 2011 (as amended on 21.07.2014). *Official Internet portal of legal information*. Available at: <http://www.pravo.gov.ru> (accessed 29.11.2011).

Договор инвестиционного товарищества носит срочный характер и, по общему правилу, заключается на срок до пятнадцати лет. Создание инвестиционного товарищества строго ограничено целевой направленностью: запрещается деятельность такого товарищества, не связанная с инвестированием. Кроме того, некоторые направления не считаются инвестиционной деятельностью (например, строительство)¹.

Факт существования договора инвестиционного товарищества подлежит публичному освещению: так, информация о заключении, изменении и расторжении такого договора размещается на сайте Федеральной нотариальной палаты. Однако содержание договора инвестиционного товарищества является коммерческой тайной и не требует аналогичного размещения.

Нотариус, будучи гарантом публичности договора инвестиционного товарищества и правовым экспертом такого договора, направляет информацию о заключении договора в адрес Федеральной нотариальной палаты для последующего размещения указанной информации на сайте. В таком письме, как правило, содержится официальная информация о самом нотариусе, дата заключения договора инвестиционного товарищества, его реестровый номер, наименование договора, информация об управ-

ляющем товарище и об уполномоченном управляющем товарище, если таковой имеется.

По состоянию на август 2019 года нам удалось найти информацию о следующих инвестиционных товариществах (см. таблицу). С момента позитивации норм об инвестиционном товариществе в Российской Федерации насчитывается шестьдесят один договор инвестиционного товарищества, шесть из которых на сегодняшний день расторгнуты. Динамика заключения договоров по годам выглядит следующим образом: в 2012 г. – 1; 2013 г. – 3; 2014 г. – 8; 2015 г. – 12; 2016 г. – 11; 2017 г. – 8; 2018 г. – 10; 2019 г. – 8. Таким образом, самое большое количество договоров приходится на 2015 год. При этом за последние два года наблюдается положительный рост по заключению договоров инвестиционного товарищества. К сожалению, только 24 договора из 61 представлены региональным бизнесом, т. е. примерно 60 % от общего числа договоров инвестиционного товарищества приходится на г. Москву, 11 % – на г. Санкт-Петербург и только 29 % – на регионы. Из таблицы видно, что в Пермском крае нет ни одного договора инвестиционного товарищества, что не может не удивлять с учетом наличия в крае в целом инвестиционных ресурсов у крупных промышленных предприятий.

Статистика заключения договоров инвестиционного товарищества

№ п/п	Год заключения договора	Название инвестиционного товарищества	Место заключения договора	Год расторжения договора
1	2012	Сияние Севера	Архангельск	
2	2013	Посевной фонд СофтЛайн	Москва	
3	2013	Посевной фонд высоких технологий	Москва	
4	2013	Первое инвестиционное товарищество	Челябинск	
5	2014	Венчурный фонд г. Томска	Томск	
6	2014	Миры Ликийских	Москва	
7	2014	Инвестиционное товарищество Камена	Москва	
8	2014	ТЕХНОСТРОЙАЛЬЯНС-ЦЕНТР	Москва	
9	2014	Фонд «Финематика «Авиакосмический»	Москва	2018
10	2014	РусБиоВенчурс	Москва	
11	2014	Акселератор венчурных инвестиций	Тольятти	2015
12	2014	Объединенный союз аграриев и промышленников	Киров	
13	2015	«Инвестиционное товарищество» (Приморский край)	Артем	
14	2015	Форпост	Санкт-Петербург	2018
15	2015	Перспектива	Санкт-Петербург	
16	2015	Созвездие	Санкт-Петербург	
17	2015	РОС.Т	Санкт-Петербург	

¹ Постановление 21 ААС от 26 июня 2016 г. по делу № А84-1747/2015 [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

The investment partnership agreement is a fixed-term agreement. According to the general rule, it is concluded for a period of up to fifteen years. The establishment of a partnership is restricted with its purpose: activities which are not associated with investment are prohibited. Moreover, some types of activities are not considered to be investment activities (for example, building)¹.

The fact of the investment partnership agreement existence should be publicly available: in particular, information on the conclusion, changing and termination of such an agreement is posted on the website of the Federal Notarial Chamber. However, the content of this agreement is a commercial secret and does not require posting.

The notary, being a guarantor of the investment partnership agreement publicity and the legal expert to the agreement, forwards the information on the agreement conclusion to the Federal Notarial Chamber for its subsequent placement on the website. As a rule, such a notification letter contains official information about the notary, the date of the agreement conclusion, its number according to the register, the title of the agreement, the in-

formation about the managing partner and about the authorized managing partner, if any.

We managed to find information about the following investment partnerships as of August 2019 (see Table No.1). Since the moment when the norms on the investment partnership were fixed juridically, in the Russian Federation there have been concluded sixty-one investment partnership agreements, six of which are terminated as of today. The by-year dynamics of concluding agreements is the following: in 2012 – 1, in 2013 г. – 3, in 2014 – 8, in 2015 – 12, in 2016 – 11, in 2017 – 8, in 2018 – 10, in 2019 – 8. Thus, the biggest number of agreements was concluded in 2015. With this, in the last two years, there is a positive growth in the number of agreements concluded by investment partnerships. Unfortunately, only 24 agreements out of 61 represent the regional business units, i.e. approximately 60% of the total number of the investment partnership agreements are from Moscow, 11% - from St. Petersburg and only 29% are from the regions. As can be seen from the table, the Perm region does not have a single investment partnership agreement, and this is astonishing in the light of the general availability of investment resources in the region's large industrial companies.

Table 1. Statistics of Concluding Investment Partnership Agreements

No.	Year of entering into the investment partnership agreement	Name of the investment partnership	Place of entering into the agreement	Year of the agreement termination
1	2012	Siyaniye Severa	Arkhangelsk	
2	2013	Posevnoy Fond SoftLain	Moscow	
3	2013	Posevnoy Fond Vysokikh Tekhnologiy	Moscow	
4	2013	Pervoye Investitsionnoye Tovarishchestvo	Chelyabinsk	
5	2014	Venchurnyi Fond Tomska	Tomsk	
6	2014	Miry Likiyskikh	Moscow	
7	2014	Investitsionnoye Tovarishchestvo Kamena	Moscow	
8	2014	TEKHNOSTROYALYANS-TSENTR	Moscow	
9	2014	Fund 'Finematika 'Aviakosmicheskiy'	Moscow	2018
10	2014	RusBioVenchurs	Moscow	
11	2014	Akselerator Venchurnykh Investitsiy	Togliatti	2015
12	2014	Obyedinyonnyi Soyuz Agrariyev i Promyshlennikov	Kirov	
13	2015	'Investitsionnoye Tovarishchestvo' (Primorski Krai)	Artem	
14	2015	Forpost	St. Petersburg	2018
15	2015	Perspektiva	St. Petersburg	
16	2015	Sozvezdiye	St. Petersburg	
17	2015	ROS.T	St. Petersburg	

¹ Resolution of the Arbitration Court of Appeal No. 21 of June 26, 2016 on case No. A84-1747/2015. Access from the legal reference system 'ConsultantPlus' (accessed 27.08.2019).

Окончание табл.

№ п/п	Год заключения договора	Название инвестиционного товарищества	Место заключения договора	Год расторжения договора
18	2015	ЖКХ Дело	Санкт-Петербург	
19	2015	«Инвестиционное товарищество» (Вологодская обл.)	Череповец	
20	2015	Da Vinci Pre-IPO Фонд	Москва	
21	2015	Норс Энерджи Фанд I Сид	Москва	2018
22	2015	МСК-СИП	Москва	
23	2015	Инвестиционное товарищество Семашко	Москва	
24	2015	Реконструкция	Москва	
25	2016	Северное	Киров	
26	2016	Калининградские инвестиции	Калининград	
27	2016	Новое качество теплоснабжения	Москва	2017
28	2016	ТИЛТЕХ КАПИТАЛ	Москва	
29	2016	ФИЗТЕХ ВЕНЧУРС II	Москва	
30	2016	Российско-Белорусский Фонд венчурных инвестиций	Москва	
31	2016	№01/2016	Мытищи	
32	2016	Развитие	Краснодар	
33	2016	Декорра	Санкт-Петербург	
34	2016	РАЗВИТИЕ	Санкт-Петербург	
35	2016	Фонд «Базальт Капитал»	Москва	
36	2017	Первый экологический Фонд	Москва	2018
37	2017	Фонд развития ветроэнергетики	Москва	
38	2017	Фонд инфраструктурных инвестиций	Москва	
39	2017	ПРАЙМЕР КЭПИТАЛ I	Москва	
40	2017	ВОЯЖ	Москва	
41	2017	Сармат Инвест	Ростов-на-Дону	
42	2017	Венчурный фонд Самарской области	Самара	
43	2017	Инвестиционное товарищество «Форест»	Владикавказ	
44	2018	Первый экологический фонд	Красногорск	
45	2018	Инвестиционное товарищество по реконструкции полигона ТБО (Нижегородская обл.)	Москва	
46	2018	Южная генерация	Москва	
47	2018	Фонд «Диджитал Эволюшн Венчурз»	Москва	
48	2018	Перспективные промышленные технологии	Москва	
49	2018	Дальневосточный фонд развития и внедрения высоких технологий	Москва	
50	2018	РОСНАНО-СИНТЕЗ	Москва	
51	2018	Венчурный фонд Национальной технологической инициативы	Москва	
52	2018	ФОНД ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ РОСНАНО – МЕДИНВЕСТГРУПП	Москва	
53	2018	ЭкспоКапитал Оверсиз	Москва	
54	2019	Инвестиционное товарищество Новая Эра Интернета	Иннополис	
55	2019	Институт Цифровой Экономики	Москва	
56	2019	Новая индустрия	Москва	
57	2019	ФОНД ИНВАСТА I	Москва	
58	2019	РосТОК	Н. Новгород	
59	2019	Российско-Китайский Фонд Агропромышленного развития	Москва	
60	2019	НанОптика. Развитие бизнеса	Москва	
61	2019	ТИМУРА ФРУНЗЕ ВЛ. 20-22	Москва	

No.	Year of entering into the investment partnership agreement	Name of the investment partnership	Place of entering into the agreement	Year of the agreement termination
18	2015	ZhKKh Delo	St. Petersburg	
19	2015	'Investitsionnoye Tovarishchestvo' (Vologda region)	Cherepovets	
20	2015	Da Vinci Pre-IPO Fund	Moscow	
21	2015	Nors Energy Fand I Sid	Moscow	2018
22	2015	MSK-SIP	Moscow	
23	2015	Investitsionnoye Tovarishchestvo Semashko	Moscow	
24	2015	Rekonstruktsiya	Moscow	
25	2016	Severnoye	Kirov	
26	2016	Kaliningradskiy Investitsii	Kaliningrad	
27	2016	Novoye Kachestvo Teplosnabzheniya	Moscow	2017
28	2016	TIKTEH KAPITAL	Moscow	
29	2016	Fiztek VENCHURS II	Moscow	
30	2016	Rossiysko-Beloruskiy Fond Venchurnykh Investitsiy	Moscow	
31	2016	No. 01/2016	Mytischchi	
32	2016	Razvitiye	Krasnodar	
33	2016	Dekorra	St. Petersburg	
34	2016	RAZVITIYE	St. Petersburg	
35	2016	Fund 'Bazalt Kapital'	Moscow	
36	2017	Perviy Ecologicheskiy Fond	Moscow	2018
37	2017	Fond Razvitiya Vetroenergetiki	Moscow	
38	2017	Fond Infrastrukturnykh Investitsiy	Moscow	
39	2017	PRAIMER KAPITAL I	Moscow	
40	2017	VOYAZH	Moscow	
41	2017	Sarmat Invest	Rostov-on-Don	
42	2017	Venchurnyi Fond Samarskoy Oblasti	Samara	
43	2017	Investitsionnoye Tovarishchestvo 'Forest'	Vladikavkaz	
44	2018	Perviy Ecologicheskiy Fond	Krasnogorsk	
45	2018	Investitsionnoye Tovarishchestvo po Rekonstruktsii Poligona TBO (Nizniy Novgorod region)	Moscow	
46	2018	Yuzhnaya Generatsiya	Moscow	
47	2018	Fund 'Digital Evolution Ventures'	Moscow	
48	2018	Perspektivnyye Promyshlennyye Tekhnologii	Moscow	
49	2018	Dalnevostochny Fond Razvitiya i Vnedreniya Vysokikh Tehnologiy	Moscow	
50	2018	ROSNANO-SINTEZ	Moscow	
51	2018	Venchurnyi Fond Natsionalnoy Tekhnologicheskoy Initsiativy	Moscow	
52	2018	FOND PRYAMYKH INVESTITSIY ROSNANO-MEDINVESTGRUP	Moscow	
53	2018	EkspoKapitalOversiz	Moscow	
54	2019	Investitsionnoye Tovarishchestvo Novaya Era Interneta	Innopolis	
55	2019	Institut Tsifrovoy Ekonomiki	Moscow	
56	2019	Novaya Industriya	Moscow	
57	2019	FOND INVASTA I	Moscow	
58	2019	RosTOK	N. Novgorod	
59	2019	Rossiysko-Kitaiskiy Fond Agropromyshlennogo Razvitiya	Moscow	
60	2019	NanOptika. Razvitiye Biznesa	Moscow	
61	2019	TIMURA FRUNZE VL. 20-22	Moscow	

С юридической и налоговой точки зрения инвестиционное товарищество следует признать наиболее оптимальной формой для организации венчурного инвестирования, на что обращается внимание в исследовательской литературе [9; 15; 19]. Однако, судя по количеству заключенных договоров, указанная форма инвестирования не стала популярной, как задумывал законодатель на этапе разработки закона об инвестиционном товариществе. Небольшой опыт применения института инвестиционного товарищества является одной из причин многочисленных правореализационных затруднений при использовании данной договорной конструкции.

Организационно-правовая форма реципиента инвестиций

Венчурное финансирование существует в цепочке «венчурный фонд – управляющая компания венчурного фонда – проектный стартап». Немаловажное значение для развития инновационной деятельности имеет и юридическое оформление самого стартапа, поскольку именно в этой плоскости лежит главный интерес инвесторов. Как правило, за венчурное финансирование инвестор получает долю в бизнесе или определенное количество акций. Именно поэтому при заключении венчурных сделок наиболее приемлемой формой оформления стартапа следует признать хозяйственное общество.

При создании такого хозяйственного общества важно учитывать асимметричный характер вложений: так, инвесторы вкладывают в стартап только капитал, а участники такого общества (организаторы бизнеса) – только свои интеллектуальные способности, знания, умения и профессиональный опыт. В этой связи становится очевидным и асимметричное управление таким хозяйственным обществом. Так, для определения дополнительных прав инвесторов используется институт корпоративного договора, который позволяет установить гибкий механизм корпоративного управления. Такой договор заключается при выборе общества с ограниченной ответственностью в качестве организационно-правовой формы стартапа.

Из корпораций второй по популярности организационно-правовой формой венчурных сделок следует признать акционерное общество, в рамках которого наличие обыкновенных и привилегированных акций позволяет разграничить правовой статус основателей бизнеса и инвесторов.

Возникает закономерный вопрос: почему на первом и втором месте среди популярных организационно-правовых форм, обеспечивающих оформление стартапов, отсутствует хозяйственное партнерство, целью создания которого явилось специальное правовое регулирование «организаций, создаваемых для целей осуществления инновационной (в том числе венчурной) предпринимательской деятельности»¹?

3 декабря 2011 г. был принят Федеральный закон «О хозяйственных партнерствах»². Однако вопреки надеждам разработчиков такая организационно-правовая форма, как хозяйственное партнерство, не снискала популярности в среде ни венчурного финансирования, ни стартапов в силу ряда законодательных барьеров. Так, хозяйственное партнерство не вправе участвовать в других юридических лицах, что делает невозможным применение этой организационно-правовой формы к венчурным фондам: вложившись в стартап, хозяйственное партнерство не вправе в нем участвовать. В то же время для хозяйственного партнерства законодатель предусмотрел запрет на выпуск акций и иных любых эмиссионных ценных бумаг. Следовательно, создавать собственно стартап в форме хозяйственного партнерства невыгодно прежде всего для инвесторов. Удивительно, что хозяйственное партнерство не вправе рекламировать свою деятельность, а значит, начинающий бизнес в форме хозяйственного партнерства иррационален. Однако самым главным недостатком этой организационно-правовой формы следует признать классический для организаций налоговый режим, который не создает никаких преимуществ при выборе такой формы ведения бизнеса. Правовым проблемам хозяйственных партнерств посвящен не один десяток научных статей [1; 2; 6; 12; 13].

¹ Экспертное заключение на проекты федеральных законов № 557159-5 «О хозяйственных партнерствах» и № 557168-5 «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона “О хозяйственных партнерствах”» [Электронный ресурс]: принято на заседании Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства 27 июня 2011 г. (протокол № 97). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

² О хозяйственных партнерствах: Федер. закон от 3 дек. 2011 г. № 380-ФЗ (ред. от 23.07.2013) // Официальный интернет-портал правовой информации: <http://www.pravo.gov.ru> (дата опубликования: 06.12.2011).

From the juridical and the taxation points of view, an investment partnership should be recognized as the most optimal form of organizing venture investments. This is also noted in research literature [9, 15, 19]. However, judging from the number of concluded agreements, this form of investment has not gained popularity as was planned by the legislator when developing the law on investment partnership. A small experience of using the investment partnership institution is one of the reasons for numerous law-enforcement process difficulties while using this contractual construction.

Organizational-Legal Form of the Investment Recipient

Venture financing exists in the chain ‘venture capital fund - managing company of the venture capital fund - project startup’. The juridical registration of a startup itself is also not of little interest for the development of innovative activities, as this is a particular sphere of the investors’ major interest. As a rule, in exchange for venture financing, the investor gets a part of the business or a certain number of shares. This is why, when a venture deal is effected, the most acceptable form of the startup registration should be found in an economic entity.

When such an economic entity is being founded, it is necessary to account for the asymmetric character of investment: the investors only bring capital into the startup, while the participants of the entity (the organizers of the business) bring only their organizational competences, knowledge, skills and professional experience. For this reason, managing such an economic entity turns to be obviously asymmetrical. For example, for defining additional rights of the investors, the institution of the corporate agreement is used, which allows for establishing a flexible mechanism of corporate management. This agreement is concluded at the phase of choosing a limited liability company as the organizational-legal form of the startup.

A joint stock company shall be deemed as the second most popular organizational-legal form of venture deals. The availability of ordinary and pre-

ference stocks in this organizational-legal form allows for differentiating between the legal status of the business founders and the investors.

There arises a logical question about why an economic partnership is not in first or second place among the most popular organizational-legal forms used for registration of startups: it was created with the aim of special legal regulation for ‘organizations established for the purpose of innovative (including the venture one) entrepreneurial activities’¹.

On December, 2011, Federal Law ‘On Economic Partnerships’ was adopted². However, contrary to the plans of its developers, such organizational-legal form as the economic partnership did not gain popularity in venture financing nor in startup activities due to a number of regulatory barriers. For example, an economic partnership may not participate in other legal persons, which makes it impossible to apply this organizational-legal form to venture funds: having invested into a startup, an economic partnership may not participate in it. At the same time, the legislator prohibited the economic partnership to issue shares and any other registrable securities. Consequently, creating a startup in the form of economic partnership is unprofitable first of all for the investors. Surprisingly, the economic partnership is not allowed to advertise its activities, and so an emerging business in the form of economic partnership is irrational. However, the main drawback of this organizational-legal form is the traditional taxation regime applied to it and providing no benefits. The legal problems of economic partnerships are covered in dozens of scientific articles [1, 2, 6, 12, 13].

¹Expert Statement on Draft Federal Laws No. 557159-5 ‘On Economic Partnerships’ and No. 557168-5 ‘On Amendments to Part One of the Civil Code of the Russian Federation in Connection with the Adoption of Federal Law ‘On Economic Partnerships’ (adopted at the session of the Presidential Council of the Russian Federation for Codification and Improvement of the Civil Legislation (Protocol No. 97) of June 27, 2011). Access from the legal reference system ‘ConsultantPlus’ (accessed 27.08.2019).

² ‘On Economic Partnerships’: Federal Law No. 380-FZ of December 3, 2011 (as amended on 23.07.2013). *Official Internet portal of legal information*. Available at: <http://www.pravo.gov.ru> (accessed 06.12.2011).

Таким образом, мы пришли к закономерному выводу об отсутствии в российской правовой системе организационно-правовой формы, адекватной венчурному инвестированию. Указанное обстоятельство делает Российскую Федерацию в целом инвестиционно непривлекательной, поскольку более комфортные правовые модели оформления и венчурного фонда, и его управляющей компании, и, наконец, самого стартапа, существующие в зарубежных правовых системах, мотивируют к оттоку капитала из страны.

Инвестиции бизнес-ангелов как инструмент прямого финансирования

Предпринимательство редко является самостоятельной деятельностью, и чаще всего успех является результатом взаимодействия многочисленных акторов и субъектов, выполняющих различные роли в предпринимательской экосистеме. Одна из ролей – это роль ангела-инвестора. Ангельские инвесторы уже давно признаны важным источником раннего финансирования для высокопотенциальных предприятий.

В Стратегии развития МСП предлагается реализовать меры, направленные на всестороннюю поддержку существующих и создание новых объединений бизнес-ангелов, а также на повышение информированности предпринимательского сообщества о возможностях привлечения инвестиций на ранних стадиях.

Бизнес-ангел – это частный венчурный инвестор, который осуществляет финансовую поддержку компаний на самых ранних этапах становления. По замечанию хорватских ученых M. S. Saric и N. Krsticevic, бизнес-ангелы – это в основном мужчины, старше 50 лет, с предыдущим предпринимательским опытом, инвестирующие в начальную фазу компании из ИТ-сектора [46].

Словосочетание «бизнес-ангел», первоначально обозначавшее состоятельных поклонников театра в Нью-Йорке, которые инвестировали свои денежные средства в новые театральные постановки и только в случае успеха получали прибыль, прочно вошло в иностранный экономический терминологический аппарат. Однако для российской правовой и экономической систем данный инструмент привлечения денежных средств является если не новым, то

однозначно непопулярным. То же самое можно сказать и о российских научных исследованиях бизнес-ангельского инвестирования. А зарубежная публицистика регулярно пополняется новыми экономическими и юридическими статьями, посвященными бизнес-ангелам [23; 32; 37; 40; 47; 49].

Уникальность такого инструмента прямого инвестирования, как привлечение свободных средств бизнес-ангелов, заключается в том, что они оказывают поддержку стартапу на так называемых «посевном» и «начальном» этапах его становления, когда носитель бизнес-идеи не имеет ничего, кроме собственно этой идеи. Без финансирования и доступа к сетям и опыту некоторые предприниматели не смогут реализовать свою бизнес-модель на начальном этапе [26]. При этом бизнес-ангел – это профессиональный инвестор, который имеет достаточно компетенций для максимально точной оценки рентабельности бизнеса и оценки рисков.

Так, итальянские ученые A. Croce, E. Ughetto и M. Cowling, осуществившие на основе эмпирических данных исследование готовности британских бизнес-ангелов принять риск, отмечают, что 60,4 % бизнес-ангелов явно нацелены на возврат инвестиций в качестве своей основной мотивации. В среднем почти 36 % британских ангелов инвестируют более 50 % своего общего капитала, а это означает, что их благосостояние неразрывно связано с результатами их инвестиций.

Эконометрический анализ детерминант готовности бизнес-ангелов терпеть инвестиционный риск показал значительную степень согласованности между спецификациями альтернативных моделей: опыт в нескольких областях, включая предыдущий предпринимательский опыт и опыт финансового сектора, являются важными факторами терпимости к риску или готовности взять на себя риск. Это согласуется с тем, что более опытные и информированные бизнес-ангелы лучше информированы о рисках, которые они принимают при инвестировании [27].

В обмен на капитал бизнес-ангел приобретает долю (пакет акций) в компании, что позволяет ему рассчитывать не только на получение дивидендов, но и на участие в управлении компанией. Как правило, бизнес-ангелы инвестируют только в технологичные продукты.

Thus, we have come up to a logical conclusion that legislation of the Russian Federation lacks an organizational-legal form which would be adequate for venture capital investing. The above circumstance makes Russia investment-unattractive in general, as the more comfortable foreign legal models of registering the venture capital fund, its managing company, and the startup itself motivate to export capital from the country.

Angel Investment as an Instrument of Direct Financing

Entrepreneurship is rarely an independent activity. As a rule, success results from the interaction of numerous factors and persons who play different roles in the entrepreneurial ecosystem. One of the roles is the angel investor. Angel investors were long ago recognized as an important source of financing for high-potential entities.

The *Strategy of SME Development* proposes measures aimed at the comprehensive support for the existing business angel unions and establishing of new ones, as well as at improving the awareness of the business community about the opportunities of attracting investment at early stages.

A business angel is a private investor who financially supports companies at the earliest stages of their development. As Croatian scientists M.S. Saric and N. Krsticevic note, business angels are mainly men who are more than 50 years of age, having entrepreneurial experience and investing into the primary phase of an IT-sector company [46].

The word combination 'business angels', which originally defined rich theatre fans in New York who invested their money into new theatrical performances and got their profit only in case the performance turned to be successful, got deeply embedded into the foreign economic system of terms. However, this instrument of attracting money, even though not new, is unquestionably unpopular in the Russian legal and economic systems. The same can be said about the Russian studies on angel investment. At the same time, the list of for-

eign published works is regularly enriched with new economic and juridical articles devoted to business angels [23, 32, 37, 40, 47, 49].

The uniqueness of such a direct investment instrument as attracting temporarily free funds of business angels is in the fact that they support a startup at the so-called 'seed' and 'initial' phase of its development, when the business idea initiator has nothing but this particular idea. Without financing and access to the networks and experience, some businessmen will not be able to implement their business model at the initial phase [26]. With this, a business angel is a professional investor who possesses sufficient competences for the most accurate evaluation of the business profitability and risks.

Italian scientists A. Croce, E. Ughetto and M. Cowling investigated the readiness of British business angels to accept risks, based on the empirical data. They have found out that 60.4% of the business angels are obviously focused on the investment return as their primary motivation. An average of 36% of British angels invest more than 50% of their total capital, which means that their welfare is directly related to the results of their investment.

The econometric analysis of the determinants showing the business-angels' readiness to accept the investment risk has shown a significant degree of disagreement between the specifications of alternative models: the experience in several spheres, including the previous business experience and the finance sector experience, are the important factors of the risk tolerance or the readiness to accept the risk. This is in agreement with the fact that more experienced and informed business angels are better informed about the risks which they accept when investing [27].

In exchange for the capital, a business angel receives a share (stock of shares) in the company, which allows him/her to hope not only for the dividends but for the participation in managing the company as well. As a rule, business angels invest only in high technology products.

По справедливому замечанию Б. Примочкина, бизнес-ангельское инвестирование представляет собой важнейший элемент экономики знаний: бизнес-ангел, инвестируя в новейшие технологии, интеллект, тем самым обеспечивает не только собственное благополучие, но и экономический рост всей страны [10, с. 9]. Поэтому трудно переоценить значение этого инструмента прямого инвестирования для субъектов малого и среднего предпринимательства.

Самым развитым рынком венчурных инвестиций, вне всяческих сомнений, следует признать рынок США. Интересно отметить, что китайское участие в венчурном финансировании развивающихся компаний США увеличилось с 21 инвестиции в 2010 году до 407 в 2016 и 2017 годах. На венчурные фонды приходится 78 % инвестиционной активности, а на китайский корпоративный венчурный капитал – 22 % инвестиций [35].

Американские стартапы, такие как PayPal и LinkedIn, а также европейские предпринимательские предприятия, такие как Body Shop или Innocent Smoothies, выиграли на ранних стадиях от инвестиций бизнес-ангелов и в конечном итоге стали довольно успешными компаниями в своей области. Статистические данные как США, так и Европы показывают, что бизнес-ангелы стали основным сегментом индустрии рынка капитала, сопоставимым с профессиональными венчурными листами. Бизнес-ангельское инвестирование здесь настолько развито, что существуют общедоступные сайты, с помощью которых потенциальный стартапер может подобрать для себя список бизнес-ангелов, используя определенные параметры (местоположение, отраслевую специализацию, объем инвестиций и т. д.). Говорить о подобных информационных ресурсах в нашей стране, к сожалению, не приходится.

Думается, что причина такой непопулярности бизнес-ангельского инвестирования в России не в экономике и отсутствии инвесторов. На наш взгляд, главная причина – это отсутствие культуры бизнес-ангельского инвестирования, правовых и экономических стимулов к такой деятельности, а также соответствующей инфраструктуры.

Так, в зарубежных странах знакомство бизнес-ангелов и реципиентов инвестиций происходит, как правило, на выставках, конферен-

циях, презентациях и иных подобных мероприятиях. По мере того как значение бизнес-ангелов росло, особенно на ранних и начальных этапах инвестирования, произошел рост ангельских сетей или альянсов как средства привлечения ангелов к потенциальным инвестициям или сделкам. В зарубежной литературе даже есть специальные исследования, посвященные влиянию членства в сети бизнес-ангелов (BAN) на инвестиционные решения членов [24]. Члены этих организаций собираются регулярно, часто ежемесячно на обед или ужин, куда предприниматели приглашаются представить свой бизнес собравшимся. Предприниматели делятся своими бизнес-возможностями с инвесторами через бизнес-поле. Устная или визуальная презентация проекта с целью нахождения инвесторов, готовых финансировать этот проект, получила наименование питчинга. В зарубежных странах питчинг уже давно понимается как важное средство получения бизнес-инвестиций для поддержки раннего роста. Бизнес-ангелы, как правило, обращают внимание на такие факторы, как принятие (продукта), статус продукта, защищенность (интеллектуальной собственности или уникальных атрибутов), привлечение клиентов, путь к рынку (вход), рыночный потенциал (размер, рост и конкурентоспособность), соответствующий опыт (предпринимательской команды) и финансовую модель (рентабельность и реалистичный прогноз) [48]. Согласно теории регулятивного фокуса для изучения когнитивных механизмов, способствующих формированию намерения бизнес-ангелов инвестировать, воспринимаемая желательность и воспринимаемая осуществимость являются двумя основными antecedентами интенционального поведения предпринимателей [30].

По мнению западных ученых, финансирование бизнес-ангелами представляет собой неформальное средство устранения недостатков в региональной финансовой экосистеме, которое инициируется, а не тормозится слабостью более институциональных финансовых операторов в этом контексте [36].

Российские бизнес-ангелы предпочитают находиться в тени: не афишируют свою инвестиционную активность и считают для себя лучшим работать через доверенных лиц, а не напрямую.

As B. Primochkin was right to say, angel investment is the most important element of the knowledge economy: a business angel, investing intellect into the newest technologies, ensures not only his/her own welfare but the economic growth of the whole country [10, p. 9]. This is why it is difficult to overestimate the meaning of this direct investment instrument for small and medium-sized enterprises.

The most developed market of venture investing is definitely the American one. It is noteworthy that Chinese participation in venture financing of the developing US companies grew from 21 investments in 2010 to 407 investments in 2016 and 2017. The venture funds account for 78% of investment activities, while Chinese corporate venture capital accounts for 22% of the investments [35].

American startups like PayPal and LinkedIn and European business companies like Body Shop and Innocent Smoothies won from angel investments at early stages and eventually became fairly successful companies in their sector. Statistical data in the USA and Europe demonstrate that business angels became the principal segment in the capital market industry, comparable with professional venture capitalists. Angel investment is so much developed here there that there are publicly available websites where a potential startupper can choose a list of business angels for himself using certain parameters (location, industry specialization, volume of investment etc.). Unfortunately, such information resources in our country are out of the question.

It appears that the reason for such unpopularity of angel investment in Russia is not in the economy and not in the absence of investors. In our opinion, the main reason is in the absence of the angel investing culture, of the legal and economic stimuli for such activity, and of the respective infrastructure.

For example, in foreign countries, business angels and recipients mainly get acquainted at exhibitions, conferences, presentations and suchlike

events. With the growth of the business angels' importance (especially at the early and initial phases of investment), there is an increase in the number of the angel networks and alliances which serve as the means of involving angels into potential investments or deals. Foreign literature contains special investigations devoted to the influence of the fact of membership in the business-angel network (BAN) onto the investment decisions of the members [24]. The members of these organizations have regular meetings, often once a month for a lunch or dinner, where businessmen are invited to present their business to the audience. Businessmen share their business opportunities with investors through the business field. A verbal or visual presentation of a project for the purpose of finding the investors willing to finance it was called the *pitching*. In foreign countries, pitching is understood as an important means of getting business-investment to support the early growth. As a rule, business angels pay attention to such factors as acceptance (of the product), status of the product, degree of protection (of the intellectual property or unique attributes), customer capture, route to the market (entrance), market potential (size, growth, competitive ability), corresponding experience (of the business team) and financial model (profitability and realistic forecast) [48]. According to the regulatory focus theory, for studying the cognitive mechanisms contributing to the formation of the business angels' intent to invest, the perceived desirableness and perceived implementability are the two main antecedents of the intentional behavior of the entrepreneurs [30].

In the opinion of the Western scientists, angel financing is an informal means of eliminating drawbacks in the regional financial ecosystem which is initiated and not decelerated by the weakness of the more institutional financial operators in this context [36].

Russian business angels prefer to stay in the shadow: they do not advertise their investment activity and think it is better for them to work through trustees and not in person.

Считается, что первые бизнес-ангелы в России появились в 2005–2006 гг. По данным РВК, в топ-8 бизнес-ангелов России по количеству проинвестированных проектов за 2018 г. вошли: А. Румянцев, Б. Яровой, Н. Белых, С. Дашков, И. Рябенкий, Д. Бергельсон, А. Кушнер, В. Полехин.

Бизнес-ангельское инвестирование – это новое явление для российской экономики, которое находится еще в зародышевом состоянии, однако уже сегодня требует соответствующего нормативного сопровождения. Это как раз тот самый случай, когда принятие новых норм связано с появлением нового вида общественных отношений.

Конвертируемый заем как форма венчурной сделки

Стимулирование бизнес-ангелов к активной инвестиционной деятельности лишено всякого смысла без предварительно созданной правовой «инфраструктуры» венчурного финансирования с целью максимального уменьшения высоких рисков инвесторов. Однако, как отмечается в юридической литературе, правовое регулирование венчурного инвестирования «не стало предметом ни глубоких научных разработок, ни законодательных инициатив» [16, с. 44]. С юридической точки зрения огромный научно-практический интерес представляет оформление правоотношений, содержанием которых выступает венчурная сделка.

Экономическая сторона такой сделки может быть представлена следующим образом. Стартапер, обращаясь к бизнес-ангелу на посевной или предпосевной стадии развития своего бизнеса, когда, как правило, стартап юридически не оформлен, т. е. соответствующее юридическое лицо не зарегистрировано в установленном законом порядке, ничего не может предоставить инвестору взамен финансирования. По этой причине такие правоотношения оформляются договором займа, по условиям которого бизнес-ангел передает реципиенту инвестиций определенную денежную сумму сроком на один-два года под небольшой процент (как правило, 5–6 % годовых). Риск инвестора, прежде всего, в том, что такой заем ничем не обеспечен.

Инвестируя в стартап, бизнес-ангел желает получить капитал, в несколько раз превы-

шающий объем вложенных средств, поэтому интерес бизнес-ангела состоит в получении взамен финансирования не денежных сумм, а доли (пакета акций) в инвестируемом бизнесе. В итоге получается, что стартапер «дает в залог акции будущей компании без их выпуска» [8, с. 105]. Такой механизм, получивший широкое распространение в англосаксонской правовой семье, именуется там «конвертируемым займом» (convertible debt) [29]. Конструкция конвертируемого займа позволяет займодавцу получить право конвертации. Воспользоваться таким правом инвестор может в момент эмиссии акций, когда компания достигнет следующей стадии роста. Однако если эмиссия не произойдет или инвестор не пожелает приобрести соответствующий пакет акций, то заем останется в денежной форме.

Сложным в институте конвертируемого займа является экономическая сторона конвертации: как правильно оценить, какое количество акций стартапер должен передать инвестору и какова точная стоимость активов такого бизнеса? Как правило, в зарубежных странах применяется конвертация долга в акции по цене размещения с дисконтом в 20–30 %. Для защиты от недобросовестной переоценки стоимости активов компании в англосаксонской системе используется так называемый valuation cap (предел оценки): при выдаче займа устанавливается некоторый предел, за которым размер конвертируемой доли инвестора не меняется. При этом конвертируемый заем часто называется «Серией 0» (Round 0), поскольку такая инвестиционная сделка заключается до первой эмиссии акций.

Рассмотрев экономическую сторону данного вопроса, перейдем непосредственно к его юридической стороне. Мы разделяем мнение Р. М. Янковского, что «модель конвертируемого займа в России неприменима» [17, с. 184] по ряду следующих правовых ограничений, имеющих место в российском гражданском праве: не допускается залог не существующих на момент заключения договора вещей; статьей 157 ГК РФ запрещены сделки с потестативным условием (хотя этот вопрос относится к числу дискуссионных после появления ст. 327.1 ГК РФ); отсутствуют правовые механизмы, обеспечивающие возможность «автоматического» принятия решения хозяйственным обществом без соответствующего волеизъявления.

It is believed that the first Russian business-angels appeared in 2005–2006. According to the RVC, the top 8 business angels of Russia (ranked according to the number of invested projects) in 2018 included: A. Romyantsev, B. Yarovoy, N. Belykh, S. Dashkov, I. Ryabenskiy, D. Bergelson, A. Kushnir, V. Polekhin.

Angel investment is a new phenomenon for the Russian economy, which is yet in its infancy, but even today it requires respective regulatory support. This is the very case when the adoption of new norms is associated with the rise of the new type of social relations.

Convertible Debt as a Form of a Venture Deal

Stimulation of the business angels' active investment activity is senseless without the previously developed legal 'infrastructure' for venture financing aimed at the maximum mitigation of the investors' high risks. However, as noted in juridical literature, 'the legal regulation of venture financing has not become the subject of deep scientific research nor of legislative initiatives' [16, p. 44]. From the juridical point of view, a strong scientific and practical interest is awakened by the registration of legal relations where a venture deal is the content.

The economic aspect of such a deal can be described as follows. When a startupper contacts a business angel at the pre-seed or seed phase of his/her business development, while the startup is usually not legally fixed (i.e. the respective legal person is not registered as required by law), the startupper can propose nothing to the investor in exchange for financing. For this reason, such legal relations are formalized as loan agreements which run that the business angel will provide the investment recipient with a certain amount of money for one or two years at a small interest (normally 5-6% per annum). The major investor's risk is that such a loan is not secured by anything.

Investing into a startup, a business angel is willing to gain capital which is several times greater than the invested amount, and so the business angel's interest is not in receiving money in ex-

change for financing but in getting a part (a share package) of the business being invested in. As a result, it turns out that a startupper 'puts the shares of the future company in pledge even not having issued them' [8, p. 105]. This mechanism, which is widely spread in the Anglo-Saxon law family, is called there a 'convertible debt' [29]. The construction of the convertible debt allows the lender to get the right of conversion. The investor can exercise this right at the moment of the issuance of shares when the company reaches the next phase of its development. However, if shares are not issued, or the investor chooses not to acquire the corresponding package of shares, the loan will remain payable in money.

What is complicated in the convertible debt institution is the economic aspect of conversion: what is the right way to evaluate the amount of shares to be transferred by the startupper to the investor, and what is the exact cost of such business assets? As a rule, in foreign countries the debt is converted into shares with a 20-30% discount. For protecting the company assets from unfair revaluation, the Anglo-Saxon system uses the so-called valuation cap (the limit of valuation): when the loan is granted, a certain limit is set beyond which the size of the investor's convertible share may not be changed. With this, a convertible loan is often called 'Round 0', as this investment deal is effected before the first shares are issued.

After having studied the economic aspect of this question, let us pass over to its juridical content. In this respect, we share the opinion of R. M. Yankovskiy that 'the model of convertible debt is not applicable to Russia' [17, p. 184] for a number of the following legal restrictions: the pledge of the objects which did not exist at the moment of effecting the contract is not allowed; Article 157 of the RF Civil Code (hereinafter – RF CC) prohibits transactions with a potestative condition (although this has been disputable since Article 327.1 of the RF CC was introduced); there are no legal mechanisms which could provide for the 'automatic' taking decisions by the economic entity with no expression of the corresponding will.

В научной литературе предлагаются различные правовые модели, которые могли бы оформить венчурную сделку по принципу «конвертируемого займа». Так, предлагаются институт «волезамещающего решения суда», создание нового типа акций и долей (наподобие «объявленных» или «казначейских»), конструкция опциона на заключение договора, фондовые warrants (warrants), перенос информации о размере уставного капитала и распределении долей из устава общества в ЕГРЮЛ и др.

С учетом широкомасштабной реформы обязательственного права, в результате которой в общих положениях об обязательствах появилось подробное правовое регулирование институтов альтернативного и факультативного обязательств, полагаем целесообразным рассмотреть вопрос об их применимости к конвертируемому займу. Так, согласно статье 308.1 ГК РФ, по альтернативному обязательству должник обязан совершить одно из двух или более действий по своему выбору. Однако в пункте 1 статьи 308.1 ГК РФ говорится о том, что выбор может также принадлежать кредитору или третьему лицу, если это предусмотрено законом, иными правовыми актами или договором. На наш взгляд, конвертируемый заем может быть сконструирован как альтернативное обязательство с правом выбора кредитора.

Однако указанная конструкция имеет ряд недостатков, лежащих в плоскости корпоративного законодательства. Так, если кредитор осуществляет свой выбор в пользу получения доли в ООО либо акций АО, альтернативное обязательство трансформируется в простое однообъектное. Как известно, передача доли в ООО требует нотариального заверения, однако в таком случае велик риск, что после сделанного кредитором выбора в пользу доли в ООО должник воспрепятствует оформлению такой доли путем отказа от нотариального заверения сделки. Правовым способом выхода из сложившейся ситуации может быть институт опциона на заключение договора.

В отличие от оформления прав на долю в ООО купля-продажа акций сопровождается внесением изменений в реестр регистратором и соответствующее действие требует наличия передаточного распоряжения, подписанного продавцом. Для снижения рисков в этой ситуации предлагается использовать институт безотзывной доверенности с правом подписания передаточного распоряжения за продавца (ст. 188.1 ГК РФ).

Как видим, основная проблема в применении института конвертируемого займа состоит в невозможности обязать хозяйственное общество увеличить свой уставный капитал, поскольку в данном случае необходима воля всех участников общества. Теоретически подобная обязанность может быть предусмотрена в корпоративном договоре, получившем позитивацию в нормах гражданского права с 2009 г., однако практически в российском законодательстве отсутствуют правовые механизмы, позволяющие суду понудить участников общества действовать определенным образом, поскольку такое понуждение является посягательством на исключительную компетенцию органов управления хозяйственного общества. К примеру, Семнадцатый арбитражный апелляционный суд в одном из постановлений отметил: «Самостоятельным основанием для отказа в удовлетворении иска о возложении на ответчика обязанности привести указанные пункты Устава в соответствие с действующим законодательством является то обстоятельство, что решение данных вопросов относится к компетенции общего собрания общества, но не к компетенции суда, рассматривающего данное дело. Возложение судом на ответчика соответствующей обязанности представляло бы собой не основанное на законе вмешательство суда в компетенцию указанного выше органа управления обществом»¹.

Таким образом, способы трансформации обязательственных прав в корпоративные – это открытый вопрос для российского частного права. Как следствие, отечественное гражданское право не оперирует договорной конструкцией, которая бы создавала справедливые условия инвестиционной сделки и обеспечивала необходимый баланс интересов сторон такого обязательства. Думается, что договорное регулирование инвестиционных отношений должно получить «права гражданства» в российской системе частного права, даже если для этого потребуется внесение существенных изменений в корпоративное и гражданское законодательство путем легализации отложенной конвертации.

¹ Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 22.06.2009 № 17АП-4553/2009-ГК по делу № А60-28772/2007 [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

Juridical literature proposes different legal models which could formalize a venture capital deal on the basis of the ‘convertible debt’ principle. For example, the following is proposed: the institution of the ‘court decision that replaces the will’, the creation of shares and stocks of new type (like ‘declared’ or ‘treasury’ ones), the construction of the option for concluding a contract, fund warrants, transfer of the information about the size of the registered capital and the shares distribution from the company’s Charter to the Unified State Register of Legal Persons and etc.

In view of the extensive reform of the law of obligations, which resulted in the detailed legal regulation of the institutions of alternative and optional obligations in the general provisions on obligations, we consider it reasonable to study the question of their applicability to the convertible debt. Specifically, according to Article 308.1 of the RF CC, pursuant to the alternative obligation the debtor is to perform one out of two or more actions as he/she chooses. However, Item 1 of Article 308.1 of the RF CC runs that the choice can also be made by the creditor or the third person in case it is prescribed by law, other legal acts or the contract. In our opinion, a convertible debt can be constructed in the form of an alternative obligation with the creditor’s right to choose.

However, the above construction has a number of drawbacks which center around corporate legislation. Specifically, if a creditor chooses to get a part of business in a limited company, or to get shares in a joint stock company, the alternative obligation is transformed into a simple single-object obligation. As known, transferring a part of business in a limited company requires notarial registration, however, in this case there is a significant risk that when the creditor chooses to get this part of business, the debtor will not allow for registering this part by refusing to notarize it. The legal way-out can be the institution of option on concluding a contract.

As against registering the rights for a part of a limited liability company, the purchase and sale of shares is followed by introducing changes into the register by the registrar, and the respective action requires the availability of a transfer order signed

by the seller. For mitigating the risks in this situation, it is proposed to use the institution of a non-revocable power of attorney with the power to sign the transfer order on behalf of the seller (Article 188.1 of the RF CC).

Evidently, the main problem in applying the institution of convertible debt is in impossibility to oblige a business entity to increase its registered capital, as in this case the agreement of all the company’s participants is required. Theoretically, this obligation can be provided for in the corporate agreement, which has been legislatively fixed in the civil law norms since 2009; however, in practice, Russian legislation lacks the legal mechanisms which could allow the court to compel the business entity participants to act in a certain manner, as this compulsion is, in fact, an offense to the exclusive competence of the managerial bodies of the economic entity. For example, the 17th Arbitration Appeal Court noted in one of its resolutions: ‘an independent ground for the rejection of the claim about obliging the defendant to bring the mentioned paragraphs of the Charter in compliance with the current legislation is the circumstance that handling these claims is the competence of the general meeting of the company and not the competence of the court reviewing the case. Imposition of the corresponding obligation on the defendant by the court would be unlawful interference of the court with the competence of the above managerial body of the entity’¹.

Thus, the methods of transforming the rights under obligation into the corporate rights is an open issue for Russian private law. Consequently, Russian civil law does not use the contractual construction that would generate fair terms for the investment deal and ensure the necessary balance of interests of the parties to such an obligation. It appears that the contractual regulation of the investment relations should gain the ‘right to citizenship’ in the Russian private law system, even if significant changes will be required in corporate and civil legislation through legalization of the delayed conversion.

¹ Resolution of 17th Arbitration Court of Appeal No. 17AP-4553/2009-GK of June 22, 2009 on case No. A60-28772/2007. Access from the legal reference system ‘ConsultantPlus’ (accessed 28.08.2019).

Краудфандинг как альтернативный источник финансирования проектов субъектов малого и среднего предпринимательства

Краудфандинг – это быстро развивающийся и многогранный ресурс, находящийся на стыке предпринимательства, технологий, финансов и социологии, который позволяет отдельным лицам или группам собирать средства, одновременно привлекая соответствующие сообщества [42; 43]. Хотя это альтернативный способ финансирования инновационных проектов с использованием интернета, краудфандинг имеет большое количество преимуществ, кроме собственно финансирования [28]. Инвестиционный краудфандинг – это растущее средство финансирования стартапов и малого бизнеса, в том числе в сфере туризма, досуга, спорта, креативных медиа, искусства и культуры [39]. Он позволяет предпринимателям с ограниченными кредитными возможностями привлекать средства для разработки и создания инновационных продуктов [31].

В Стратегии развития МСП обращается внимание на такой альтернативный источник финансирования субъектов МСП, как коллективное финансирование (краудфандинг или краудинвестинг). По всей видимости, подобное указание и стало необходимой отправной точкой создания соответствующего правового регулирования. Так, в августе 2019 г. Президентом РФ был подписан Федеральный закон № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон о привлечении инвестиций)¹, вступление которого отложено до 1 января 2020 г.

Позитивация краудфандинга в нормах российского частного права активизировала специальные юридические исследования в этой сфере [4; 5; 20]. При этом следует отметить высокую степень изученности правовых и экономических аспектов краудфандинга и его видов в зарубежной публицистике [25; 38; 41; 44; 45; 51].

¹ О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: Федер. закон от 2 авг. 2019 г. № 259-ФЗ // Официальный интернет-портал правовой информации: <http://www.pravo.gov.ru> (дата опубликования: 02.08.2019).

Преимущества краудфандинга как инструмента привлечения денежных средств для финансирования проектов субъектов малого и среднего предпринимательства трудно переоценить: он обеспечивает быстрый выход на рынок нового стартапа; увеличивает конкурентные способности бизнеса, находящегося на «посевной» стадии развития; позволяет получить оперативный отклик от профессионалов венчурного инвестирования и т.д.

Закон о привлечении инвестиций дает легальное определение понятию «инвестиционная платформа» – это информационная система в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, используемая для заключения с помощью информационных технологий и технических средств этой информационной системы договоров инвестирования, доступ к которой предоставляется оператором инвестиционной платформы.

Современные английские исследователи изучают платформы краудфандинга, обращая внимание на то, что последние находятся в центре цифровой трансформации венчурного финансирования на ранних стадиях. Эти цифровые платформы были первоначально объявлены как «сила демократизации» на ранней стадии финансирования из-за их роли в содействии обмену между предпринимателями и множеством непрофессиональных мелких инвесторов («толпа»). Платформы краудфандинга пережили значительный рост и теперь привлекают профессиональных инвесторов, в том числе бизнес-ангелов. Присутствие бизнес-ангелов рядом с «толпой» на специализированных платформах для краудфандинга вызвало вопрос: могут ли эти цифровые платформы продолжать играть свою роль в демократизации доступа к капиталу [50]?

В Законе о привлечении инвестиций содержится исчерпывающий перечень способов осуществления инвестирования с использованием инвестиционной платформы: 1) путем предоставления займов; 2) путем приобретения эмиссионных ценных бумаг, размещаемых с использованием инвестиционной платформы, за исключением ценных бумаг кредитных организаций, некредитных финансовых организаций, а также структурных облигаций и предназначенных для квалифицированных инвесторов ценных бумаг; 3) путем приобретения утилитарных цифровых прав.

Crowdfunding as an Alternative Source of Financing Small and Medium-Sized Enterprises

Crowdfunding is a rapidly developing multifaceted phenomenon at the intersection of entrepreneurship, technologies, finances and sociology; it is a resource which allows individuals or groups of individuals to collect money attracting respective associations [42]. Being an alternative way of financing innovative projects via the Internet, crowdfunding has many advantages besides financing [28]. Investment crowdfunding is a growing means of financing startups and small businesses, including those in the sphere of tourism, leisure, sports, creative media, arts and culture [39]. It allows the entrepreneurs having limited chances of obtaining credits to attract money for the innovative products development and creation [31].

The *Strategy of the SME Development* mentions such an alternative source of financing as collective financing (crowd-funding or crowd-investing). Apparently, this became the starting point for the development of the respective legal regulation. For example, in August of 2019, the RF President signed Federal Law of 02.08.2019 No. 259-FZ 'On Attracting Investment Using Investment Platforms and On Introducing Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation' (hereinafter referred to as the Investment Attraction Law)¹, whose entering into force is postponed until January 1, 2020.

The legislative fixation of crowd-funding in the norms of Russian private law triggered special legal studies in this sphere [4, 5, 20]. It is noteworthy that in foreign publications the legal and economic aspects of crowd-funding and its types are a rather well-studied area [25, 38, 41, 44, 45, 51].

¹ 'On Attracting Investments Using Investment Platforms and On Introducing Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation': Federal Law No. 259-FZ of August 2, 2019. *Official Internet portal of legal information*. Available at: <http://www.pravo.gov.ru> (accessed 02.08.2019).

The advantages of crowd-funding as an instrument of attracting money for financing projects of small and medium-sized entities can hardly be overestimated: it ensures a fast market entry of a new startup, it improves the competitive abilities of the business at the 'seed' phase of its development, it allows for getting a quick reply from the professionals of venture capital financing, and so on.

The Investment Attraction Law gives a legal definition to the concept 'investment platform': it is an information system in the Internet information and telecommunications network used for effecting investment agreements by means of information technologies and technical resources of this information system accessed with permission from the operator of this investment platform.

At the present time, English researchers are studying crowd-funding platforms paying attention to the fact that they are in the center of the digital transformation of venture financing at its early stages. These digital platforms were originally declared to be 'the force of democratization' at the early stage of financing because of their role in contributing to the information exchange between entrepreneurs and numerous nonprofessional small investors (the 'crowd'). Crowd-funding platforms has experienced significant growth and are now attractive for professional investors, including business angels. The presence of business-angels next to the 'crowd' raised questions about whether these digital platforms are able to continue playing their role in the democratization of the access to the capital [50].

The Investment Attraction Law contains an exhaustive list of the ways of financing with the use of investment platforms: 1) via granting loans; 2) via purchasing the issued securities placed through an investment platform, except for securities of credit organizations, non-credit financial companies and structural bond certificates and securities intended for the qualified investors; 3) via obtaining utilitarian digital rights.

В англо-американской юрисдикции распространены два типа механизмов краудфандинга, а именно «фиксированные» и «гибкие» механизмы финансирования. В соответствии с фиксированным механизмом финансирования обещания реципиентов инвестиций аннулируются, если краудфандинговый проект терпит неудачу («All-or-Nothing»), в то время как в рамках гибкого механизма финансирования создатели проекта могут сохранить все взятые на себя обещания независимо от того, удастся проект или нет («Keep-it-All») [22].

Интересно отметить, что Закон о привлечении инвестиций устанавливает особенности инвестирования физическими лицами (ст. 7): они вправе инвестировать в сумме не более 600 тыс. руб. в год. Указанное ограничение не распространяется в отношении граждан, которые являются индивидуальными предпринимателями, и (или) физических лиц, признанных оператором инвестиционной платформы квалифицированными инвесторами, а также в отношении физических лиц при приобретении ими утилитарных цифровых прав по договорам инвестирования, заключенным с публичным акционерным обществом.

По справедливому замечанию итальянских исследователей Massimiliano Barbi, Sara Mattioli, в фондовом краудфандинге человеческий капитал является важным сигналом качества венчурного предприятия, поскольку компании на ранних стадиях рискованны и непрозрачны для рынка, а толпа инвесторов финансово неискушенна. Используя выборку из 521 финансируемой компании в период с 2011 по сентябрь 2017 года на платформе Crowdcube, ученые доказали, что образование, профессиональный опыт и даже пол членов команды существенно влияют на общий привлеченный капитал, а также на число инвесторов, поддерживающих инициативу. Другие атрибуты человеческого капитала (например, опыт волонтерства) вместо этого неэффективны [21].

Будучи междисциплинарным явлением, краудфандинг изучается не только экономистами, юристами, менеджерами, но даже психологами. Так, испанские ученые, осуществившие анализ детерминант участия в краудфандинге, установили, что альтруизм и внутренний locus контроля повышают доверие к краудфандингу, что, в свою очередь, влияет на намерение индивидов участвовать. Компании или предприниматели, которые в настоящее время

используют или планируют использовать краудфандинг для финансирования своих проектов, должны разработать маркетинговые стратегии, направленные на повышение доверия к своим проектам. Кроме того, они должны быть нацелены на людей, которые являются более альтруистичными и с более высоким уровнем внутреннего локуса контроля.

О развитии инструментов прямого финансирования в регионах (на примере Пермского края)

Перед региональным законодателем стоит первостепенная задача – создать региональную экосистему венчурного инвестирования для последующего развития предпринимательской активности субъектов малого и среднего предпринимательства.

Как известно, знаковым для инновационного развития России стало создание инновационного центра «Сколково»¹ как способ интеграции науки и технологий. На наш взгляд, подобные инновационные центры должны быть созданы и в регионах, что позволит увеличить инновационную активность регионального предпринимательства. Так, предлагаем создать в качестве правового эксперимента инновационный центр «Цифровая Пермь», который должен быть нормативно обеспечен соответствующим законом Пермского края «Об инновационном центре Пермского края “Цифровая Пермь”».

Для развития бизнес-ангельского инвестирования в Пермском крае, которое на данный момент фактически отсутствует, следует принять комплекс мер, направленных на формирование соответствующей бизнес-среды, инфраструктуры бизнес-ангельского инвестирования, что в конечном счете будет способствовать становлению культуры бизнес-ангельского инвестирования. В качестве таких мер могли бы выступить следующие: 1) создание Пермской ассоциации бизнес-ангелов, которая могла бы сформировать соответствующее профессиональное сообщество и заниматься популяризацией венчурного финансирования как одной из форм поддержки и развития малого и среднего инновационного предпринимательства; 2) ведение регионального реестра аккредитованных

¹ Об инновационном центре «Сколково»: Федер. закон от 28 сент. 2010 г. № 244-ФЗ (ред. от 02.08.2019) // Официальный интернет-портал правовой информации: <http://www.pravo.gov.ru> (дата опубликования: 02.08.2019).

In the Anglo-American jurisdiction, the following two types of crowd-funding mechanisms are most common: the ‘fixed’ and ‘flexible’ mechanisms of financing. According to the fixed mechanism of financing, the promises of the investment recipients are annulled if a crowd-funding project is not a success (‘All-or-Nothing’); within a flexible mechanism of financing, the project creators can preserve all the given promises regardless of the project success (‘All-or-Nothing’) [22].

It is notable that the Investment Attraction Law establishes the details of investing performed by natural persons (Article 7): they may make investments for the amount not exceeding 600 thousand roubles per annum. This limitation does not refer to citizens who are individual proprietors, and (or) to natural persons who were recognized as qualified investors by the investment platform operator, and to natural persons in case they acquire utilitarian digital rights under investment contracts concluded with a public joint-stock company.

As Italian researchers Massimiliano Barbi and Sara Mattioli were right to note, the human capital in fund crowd-funding is an important evidence of the venture financing quality, as companies at their early stages are risky and non-transparent for the market, and the crowd of investors is financially inexperienced. Using the selection of 521 companies from the Crowdcube platform for the period from 2011 through September 2017, the scientists proved that education, professional experience and even the sex of the team members significantly influence the total attracted capital, as well as the number of investors supporting the initiative. Other aspects of the human capital (for example, experience of volunteer service) are not so essential [21].

Being an interdisciplinary phenomenon, crowd-funding is studied not only by economists, lawyers, managers, but also by psychologists. Specifically, Spanish scientists performed analysis of the determinants for participation in crowd-funding and found out that altruism and internal locus of control increase confidence in crowd-funding,

which, in its turn, influences the intent of the individuals to participate. The companies or entrepreneurs who are currently using or planning to use crowd-funding for financing their projects should develop marketing strategies aimed at increasing the confidence in their projects. In addition, they should be focused on people who are more altruistic and have a higher level of internal locus of control.

On the Development of Instruments of Direct Financing in the Regions (a Case Study of the Perm Region)

The regional legislator has a major task to create the regional ecosystem of venture financing for the subsequent development of entrepreneurial activities of small and medium-sized entities.

As known, the landmark for the innovative development of Russia is creation of the innovation center Skolkovo¹ as a way to integrate science and technologies. In our opinion, such innovation centers should also be created in the provinces, as this will ensure the increase in the innovation activity of regional businesses. Specifically, by way of a legal experiment, we propose to create the innovation center ‘Digital Perm’, which should be legally secured with the corresponding law of the Perm region – On the Innovation Center of the Perm Region ‘Digital Perm’.

For the development of angel investment in the Perm region, which is in fact absent at the moment, a complex of measures should be taken aimed at the development of the corresponding business environment and infrastructure; and this will ultimately foster the establishment of the culture of angel investing. The following can serve as the above measures: 1) founding of the Perm association of business angels which could form the respective professional community and work on the popularization of venture financing as one of the forms to support small and medium-sized innovative businesses; 2) keeping the regional register

¹ ‘On Skolkovo Innovation Centre’: Federal Law No. 244-FZ of September 28, 2010 (as amended on 02.08.2019). *Official Internet portal of legal information*. Available at: <http://www.pravo.gov.ru> (accessed 02.08.2019).

бизнес-ангелов Пермского края; 3) организация за счет региональных средств Пермского клуба бизнес-ангелов, в рамках которого должны регулярно проходить мероприятия, направленные на коллаборацию инвесторов и реципиентов инвестиций: выставки, презентации, конференции; 4) разработка специального режима налогообложения для стартапов: думается, что на уровне федерального законодательства следует предусмотреть «мораторий на уплату налогов» в течение, например, первых трех лет предпринимательской деятельности для субъектов малого и среднего предпринимательства, осуществляющих свою деятельность за счет средств бизнес-ангелов; 5) разработка специального налогового режима в форме льгот и в отношении бизнес-ангелов: их инвестиции в стартапы принесут гораздо больше доходов в бюджет региона и страны в целом, чем те налоги, которые они обязаны уплачивать; 6) принятие региональной целевой программы по развитию бизнес-ангельского инвестирования в Пермском крае.

Выводы

Утверждение статуса России как современной мировой державы, достигшей успехов в инновационной среде, модернизация экономики в направлении ее цифровизации, создание конкурентоспособных товаров, работ и услуг, новых рабочих мест, формирование спроса на инновации – вот сфера национальных интересов Российской Федерации.

Успешное функционирование инструментов прямого инвестирования в Российской Федерации предполагает серьезную работу законодателя по коррекции нормативного обеспечения процесса инвестирования. Возможно, выходом из сложившейся ситуации может стать разработка и принятие специального Федерального закона «О венчурной инвестиционной деятельности в Российской Федерации», аккумулирующего в себе правовое оформление всех инструментов инвестирования. Так, необходима проработка признаков венчурных инвестиций, параметров осуществления венчурной инвестиционной деятельности, перечня субъектов и объектов инвестирования, а также особенностей заключения венчурных сделок. Кроме того, следует нормативно обеспечить благоприятный налоговый режим для всей венчурной индустрии, что станет значимым импульсом развития инновационной деятельности в России.

Библиографический список

1. Долинская В. В. Хозяйственное партнерство в современной системе юридических лиц // Законы России: опыт, анализ, практика. 2015. № 7. С. 32–35.
2. Имыкшенова Е. А. Хозяйственное партнерство и инвестиционное товарищество – новые для России формы привлечения иностранного капитала: налоговые и правовые аспекты // Закон. 2012. № 4. С. 137–147.
3. Каширин А. И., Семенов А. С. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: учеб. пособие М.: Дело; РАНХиГС, 2015. 260 с.
4. Клинов А. О. Правовое регулирование краудфандинга в России и за рубежом // Закон. 2018. № 2. С. 90–105.
5. Котенко Д. А. Краудфандинг – инновационный инструмент инвестирования // Закон. 2014. № 5. С. 140–145.
6. Ломакин Д. В. Хозяйственные партнерства и параллельная «реформа» гражданского законодательства // Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации. 2012. № 4. С. 57–77.
7. Мойсеенко А., Родионова Е. Создаем венчурный фонд в форме инвестиционного товарищества // Корпоративный юрист. 2015. № 10. С. 8–14.
8. Молотников А., Янковский Р. Конвертируемый заем и перспективы его имплементации в российскую правовую систему // Актуальные проблемы предпринимательского права / под ред. А. Е. Молотникова. М.: Стартап, 2015. Вып. IV. С. 104–111.
9. Николаева Т. А. Инвестиционное товарищество как форма осуществления экономической деятельности // Современное право. 2015. № 10. С. 45–51.
10. Примочкин Б. Ангелы и бесы модернизации // ЭЖ-Юрист. 2011. № 24. С. 9–11.
11. Семко А. М. Основы правового регулирования венчурного инвестирования в России и за рубежом // Предпринимательское право. 2011. № 3. С. 7–10.
12. Серебрякова А. А. Хозяйственное партнерство: проблемы внутренней гармонизации // Законы России: опыт, анализ, практика. 2015. № 10. С. 79–85.
13. Серова О. А. Проблемы адаптации хозяйственного партнерства к системе юридических лиц Российской Федерации // Предпринимательское право. Приложение «Бизнес и право в России и за рубежом». 2013. № 3. С. 18–21.

of the accredited business angels of the Perm region; 3) organizing the Perm club of business angels out of the regional funds, with regular events aimed at collaboration of investors and investment recipients: exhibitions, presentations, conferences; 4) development of the special taxation regime for startups: it would seem that at the level of federal legislation there should be a ‘moratorium on payment of taxes’ within, for example, the first three years of business activities of small and medium-business entities which operate using the funds of business angels; 5) development of a special taxation regime in the form of privileges for business angels: their investment into startups would bring much more income into the regional and federal budget than would the taxes which they are obliged to pay; 6) adopting a regional target program on developing angel investment in the Perm region.

Conclusions

The sphere of Russia’s national interests includes establishing Russia’s status of a modern global power that succeeds in innovation, modernizing the country’s economy based on its digitization, developing competitive goods, works and services, new workplaces, creating the demand for innovations.

Successful functioning of the direct financing instruments in the Russian Federation suggests serious legislator’s efforts aimed at correcting the regulatory framework of the investment process. A possible way out of the current situation can be found in the development and introduction of the special federal law ‘On Venture Investment Activity in the Russian Federation’ that would accumulate the legal arrangement of all the investment instruments. Specifically, it is necessary to work out the features of venture investment, the parameters of the performance in venture investment activities, the list of subjects and objects of investing, and special aspects of concluding venture deals. In addition, it is essential to provide for a favorable taxation regime for all the venture industry, which would become the necessary impulse for the development of innovation activities in Russia.

References

1. Dolinskaya V. V. Khozyaystvennoe partnerstvo v sovremennoy sisteme yuridicheskikh lits [Commercial Partnership in the Modern System of Legal Entities]. *Zakony Rossii: opyt, analiz, praktika* – Laws of Russia: Experience, Analysis, Practice. 2015. Issue 7. Pp. 32–35. (In Russ.).
2. Imykshenova E. A. Khozyaystvennoe partnerstvo i investitsionnoe tovarishchestvo – novye dlya Rossii formy privlecheniya inostrannogo kapitala: nalogovye i pravovye aspekty [Economic and Investment Partnership as Forms of Attracting Foreign Capital Being Ne for Russia: Tax and Legal Aspects]. *Zakon – ZAKON*. 2012. Issue 4. Pp. 137–147. (In Russ.).
3. Kashirin A. I., Semenov A. S. Innovatsionnyy biznes: venchurnoe i biznes-angel'skoe investirovanie: Ucheb. posob. [Innovative Business: Venture and Business Angel Investing: Study Guide]. Moscow, 2015. 260 p. (In Russ.).
4. Klinov A. O. Pravovoe regulirovanie kraudfandinga v Rossii i za rubezhom [Legal Regulation of Crowdfunding in Russia and Abroad]. *Zakon – ZAKON*. 2018. Issue 2. Pp. 90–105. (In Russ.).
5. Kotenko D. A. Kraudfanding – innovatsionnyy instrument investirovaniya [Crowdfunding as an Innovative Investment Tool]. *Zakon – ZAKON*. 2014. Issue 5. Pp. 140–145. (In Russ.).
6. Lomakin D. V. Khozyaystvennye partnerstva i parallel'naya “reforma” grazhdanskogo zakonodatel'stva [Economic Partnerships and Parallel “Reform” of Civil Legislation]. *Vestnik VAS RF – Herald of the Supreme Arbitrazh Court of the Russian Federation*. 2012. Issue 4. Pp. 57–77. (In Russ.).
7. Moyseenko A., Rodionova E. Sozdaem venchurnyy fond v forme investitsionnogo tovarishchestva [Creating a Venture Fund in the Form of an Investment Partnership]. *Korporativnyy yurist – Corporate Lawyer*. 2015. Issue 10. Pp. 8–14. (In Russ.).
8. Molotnikov A., Yankovskiy R. Konvertiruemyy zaem i perspektivy ego implementatsii v rossiyskuyu pravovuyu sistemu [Convertible Loan and Prospects for Its Implementation in the Russian Legal System]. *Aktual'nye problemy predprinimatel'skogo prava / pod red. A.E. Molotnikova* [Current Problems of Business Law; ed. by A.E. Molotnikov]. Moscow, 2015. Vol. IV. Pp. 104–111. (In Russ.).
9. Nikolaeva T. A. Investitsionnoe tovarishchestvo kak forma osushchestvleniya ekonomicheskoy deyatel'nosti [Investment Partnership as a Form of Economic Activity]. *Sovremennoe pravo – Modern Law*. 2015. Issue 10. Pp. 45–51. (In Russ.).

14. Тарасенко О. А. Аудит мер финансовой поддержки малого и среднего предпринимательства // Предпринимательское право. 2018. № 2. С. 49–56.
15. Чернухин А. А. Вопросы ответственности по договору инвестиционного товарищества // Юрист. 2019. № 6. С. 22–28.
16. Чукулаев Р. В. Высокорисковые (венчурные) инвестиции в системе правового регулирования финансовых инструментов // Юрист. 2013. № 7. С. 43–46.
17. Янковский Р. М. Конвертируемый заем: договорная модель и проблемы регулирования // Закон. 2017. № 11. С. 184–192.
18. Янковский Р. М. Организационно-правовые формы венчурного инвестирования. Ч. 1: Структуры венчурных фондов // Право и экономика. 2017. № 6. С. 52–59.
19. Янковский Р. М. Организационно-правовые формы венчурного инвестирования. Ч. 2. Венчурные фонды в форме товариществ // Право и экономика. 2017. № 7. С. 58–65.
20. Яценко Т. С. Проблема охраны прав инвесторов в краудфандинге: риски инвестирования и пути их преодоления // Журнал российского права. 2019. № 8. С. 62–71.
21. Barbi M., Mattioli S. Human capital, investor trust, and equity crowdfunding // Research in International Business and Finance. 2019. Vol. 49. Pp. 1–12.
22. Bi G., Geng B., Liu L. On the fixed and flexible funding mechanisms in reward-based crowdfunding // European Journal of Operational Research. 2019. Vol. 279, Issue 1. Pp. 168–183.
23. Block J. H.; Fisch Ch. O.; Obschonka M. A personality perspective on business angel syndication // Journal of Banking & Finance. 2019. Vol. 100. Pp. 306–327.
24. Bonini S., Capizzi V., Valletta M. Angel network affiliation and business angels' investment practices // Journal of Corporate Finance. 2018. Vol. 50. Pp. 592–608.
25. Brown R., Mawson S., Rowe A. Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective // Industrial Marketing Management. 2019. Vol. 80. Pp. 115–125.
26. Crick J. M., Crick D. Angel investors' predictive and control funding criteria: The importance of evolving business models // Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship. 2018. Vol. 20, Issue 1. Pp. 34–56.
27. Croce A., Ughetto E., Cowling M. Investment Motivations and UK Business Angels' Appetite for Risk Taking: The Moderating Role of Experience // British Journal of Management. 2019. DOI: 10.1111/1467-8551.12380.

28. De Luca V. V., Margherita A., Pasiante G. Crowdfunding: a systemic framework of benefits // International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research. 2019. Vol. 25, Issue 6. Pp. 1321–1339.
29. Dong M., Dutordoir M., Veld Ch. How can we improve inferences from surveys? A new look at the convertible debt questions from the Graham and Harvey survey data // Journal of International Financial Markets Institutions & Money. 2019. Vol. 61. Pp. 213–222.
30. Drnovsek M., Franic S., Slavec A. Exploring antecedents of business angels' intention to invest // Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta U Rijeci-Proceedings of Rijeka Faculty of Economics. 2018. Vol. 36, Issue 2. Pp. 701–734. DOI: 10.18045/zbfri.2018.2.701
31. Ellman M., Hurkens S. Fraud tolerance in optimal crowdfunding // Economics Letters. 2019. Vol. 181. Pp. 11–16.
32. Franic S., Drnovsek M. The role of regulatory focus and cognitive style in business angels' evaluation of an investment opportunity // Venture Capital. 2019. Vol. 21, Issue 4. Pp. 353–377.
33. Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A. Russian Federation as the Subject of the Civil Liability // World Applied Sciences Journal. 2013. Vol. 24. Issue 1. Pp. 31–34.
34. Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A. Russian Federation Participation in Private Law Relations // Middle-East Journal of Scientific Research 13 (Special Issue of Politics and Law). 2013. Pp. 64–67.
35. Gonzales J., Ohara F. Chinese venture investments in the United States, 2010–2017 // Thunderbird International Business Review. 2019. Vol. 61, Issue 2. Pp. 123–131.
36. Grilli L. There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative start-ups // Regional Studies. 2019. Vol. 53, Issue 5. Pp. 620–629. DOI: 10.1080/00343404.2018.1479524
37. Harrison R., Scheela W., Lai P. C. Beyond institutional voids and the middle-income trap: The emerging business angel market in Malaysia // Asia Pacific Journal of Management. 2018. Vol. 35, Issue 4. Pp. 965–991.
38. Hornuf L., Schwienbacher A. Crowdfunding: angel investing for the masses? // Handbook of Research on Business Angels. 2016. Pp. 381–397.
39. Kim Myung Ja, Hall C. M. Investment crowdfunding in the visitor economy: the roles of venture quality, uncertainty, and funding amount // Current Issues in Tourism. 2019. DOI: 10.1080/13683500.2019.1656178.

10. Primochkin B. Angely i besy modernizatsii [Angels and Demons of Modernization]. *EZh-Yurist – EZh-Lawyer*. 2011. Issue 24. Pp. 9, 11. (In Russ.).
11. Semko A. M. Osnovy pravovogo regulirovaniya venchurnogo investirovaniya v Rossii i za rubezhom [Fundamentals of Legal Regulation of Venture Investment in Russia and Abroad]. *Predprinimatel'skoe pravo – Entrepreneurial Law*. 2011. Issue 3. Pp. 7–10. (In Russ.).
12. Serebryakova A. A. Khozyaystvennoe partnerstvo: problemy vnutrenney garmonizatsii [Economic Partnership: Problems of Internal Harmonization]. *Zakony Rossii: opyt, analiz, praktika – Laws of Russia: Experience, Analysis, Practice*. 2015. Issue 10. Pp. 79–85. (In Russ.).
13. Serova O. A. Problemy adaptatsii khozyaystvennogo partnerstva k sisteme yuridicheskikh lits Rossiyskoy Federatsii [Problems of Adaptation of Economic Partnership to the System of Legal Entities of the Russian Federation]. *Predprinimatel'skoe pravo. Prilozhenie "Biznes i pravo v Rossii i za rubezhom" – Entrepreneurial Law. Supplement 'Business and Law in Russia and Abroad'*. 2013. Issue 3. Pp. 18–21. (In Russ.).
14. Tarasenko O. A. Audit mer finansovoy podderzhki malogo i srednego predprinimatel'stva [Audit of the Means of Financial Support of Small and Medium-Size Enterprises]. *Predprinimatel'skoe pravo – Entrepreneurial Law*. 2018. Issue 2. Pp. 49–56. (In Russ.).
15. Chernukhin A. A. Voprosy otvetstvennosti po dogovoru investitsionnogo tovarishchestva [Issues of Liability under an Investment Partnership Agreement]. *Yurist – Jurist*. 2019. Issue 6. Pp. 22–28. (In Russ.).
16. Chikulaev R. V. Vysokoriskovye (venchurnye) investitsii v sisteme pravovogo regulirovaniya finansovykh instrumentov [High Risk (Venture) Investments in the System of Legal Regulation of Financial Instruments]. *Yurist – Jurist*. 2013. Issue 7. Pp. 43–46. (In Russ.).
17. Yankovskiy R. M. Konvertiruemyy zaem: dogovornaya model' i problemy regulirovaniya [Convertible Loan: the Contractual Model and Problems of Regulation]. *Zakon – ZAKON*. 2017. Issue 11. Pp. 184–192. (In Russ.).
18. Yankovskiy R. M. Organizatsionno-pravovye formy venchurnogo investirovaniya (chast' 1): struktury venchurnykh fondov [Legal Forms of Venture Investing (Part 1): Venture Fund

- Structures]. *Pravo i ekonomika – Law and Economics*. 2017. Issue 6. Pp. 52–59. (In Russ.).
19. Yankovskiy R. M. Organizatsionno-pravovye formy venchurnogo investirovaniya (chast' 2): venchurnye fondy v forme tovarishchestv [Legal Forms of Venture Investing (Part 2): Partnerships]. *Pravo i ekonomika – Law and Economics*. 2017. Issue 7. Pp. 58–65. (In Russ.).
20. Yatsenko T. S. Problema okhrany prav investorov v kraudfandinge: riski investirovaniya i puti ikh preodoleniya [The Problem of Protection of Rights of Investors in Crowdfunding: Investment Risks and Ways to Overcome Them]. *Zhurnal rossiyskogo prava – Journal of Russian Law*. 2019. Issue 8. Pp. 62–71. (In Russ.).
21. Barbi M., Mattioli S. Human capital, investor trust, and equity crowdfunding. *Research in International Business and Finance*. 2019. Vol. 49. Pp. 1–12. (In Eng.).
22. Bi G., Geng B., Liu L. On the fixed and flexible funding mechanisms in reward-based crowdfunding. *European Journal of Operational Research*. 2019. Vol. 279. Issue 1. Pp. 168–183. (In Eng.).
23. Block J. H., Fisch Ch. O., Obschonka M. A personality perspective on business angel syndication. *Journal of Banking & Finance*. 2019. Vol. 100. Pp. 306–327. (In Eng.).
24. Bonini S., Capizzi V., Valletta M. Angel network affiliation and business angels' investment practices. *Journal of Corporate Finance*. 2018. Vol. 50. Pp. 592–608. (In Eng.).
25. Brown R., Mawson S., Rowe A. Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective. *Industrial Marketing Management*. 2019. Vol. 80. Pp. 115–125. (In Eng.).
26. Crick J. M., Crick D. Angel investors' predictive and control funding criteria: The importance of evolving business models. *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*. 2018. Vol. 20. Issue 1. Pp. 34–56. (In Eng.).
27. Croce A., Ughetto E., Cowling M. Investment Motivations and UK Business Angels' Appetite for Risk Taking: The Moderating Role of Experience. *British Journal of Management*. 2019. DOI: 10.1111/1467-8551.12380. (In Eng.).
28. De Luca V. V., Margherita A., Pasiante G. Crowdfunding: a systemic framework of benefits. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*. 2019. Vol. 25. Issue 6. Pp. 1321–1339. (In Eng.).

40. Landstrom H., Sorheim R. The ivory tower of business angel research // *Venture Capital*. 2019. Vol. 21, Issue 1. Pp. 97–119.

41. Macht S., Chapman G. Getting more than money through online crowdfunding // *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. 2019. Vol. 11, Issue 2. Pp. 171–186.

42. Monk J. K., Vennum A. V., Kanter J. B. How to Use Crowdfunding in Extension: A Relationship Education Example // *Journal of Extension*. 2019. Vol. 57, Issue 4. Number of Article: 4TOT3.

43. Rodriguez-Ricardo Y., Sicilia M., Lopez M. Altruism and Internal Locus of Control as Determinants of the Intention to Participate in Crowdfunding: The Mediating Role of Trust // *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*. 2019. Vol. 14, Issue 3. Pp. 1–16.

44. Salomon V. Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdfunding platforms in Switzerland // *Venture Capital*. 2016. Vol. 18, Issue 1. Pp. 21–41.

45. Salomon V. Strategies of startup evaluation on crowdfunding platforms: The case of Switzerland // *Journal of Innovation Economics & Management*. 2018. Vol. 26. Pp. 63–88.

46. Saric M. S., Krsticevic N. Characteristics of Business Angels in Croatia // *Ekonomika Misao I Praksa-Economic Thought and Practice*. 2018. Vol. 27, Issue 1. Pp. 249–266.

47. Scheela W., Nguyen Th. Th. T., Nguyen Th. K. A. Business Angel Investing in Vietnam: An Exploratory Study // *Journal of Private Equity*. 2018. Vol. 21, Issue 2. Pp. 96–106.

48. Teague B., Gorton M.D., Liu Y.X. Different pitches for different stages of entrepreneurial development: the practice of pitching to business angels // *Entrepreneurship and Regional Development*. 2019. DOI: 10.1080/08985626.2019.1641977

49. Tenca F., Croce A., Ughetto E. Business Angels Research in Entrepreneurial Finance: a Literature Review and a Research Agenda // *Journal of Economic Surveys*. 2018. Vol. 32, Issue 5. Pp. 1384–1413.

50. Wang W., Mahmood A., Sismeiro C. The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd // *Research Policy*. 2019. Vol. 48, Issue 8. SI. Number of Article 103727.

51. Yeh T.-L., Chen T.-Y., Lee Ch.-Ch. Investigating the funding success factors affecting reward-based crowdfunding projects // *Innovation-Organization & Management*. 2019. Vol. 21, Issue 3. Pp. 466–486.

References

1. Dolinskaya V. V. *Khozyaystvennoe partnerstvo v sovremennoy sisteme yuridicheskikh lits* [Commercial Partnership in the Modern System of Legal Entities]. *Zakony Rossii: opyt, analiz, praktika – Laws of Russia: Experience, Analysis, Practice*. 2015. Issue 7. Pp. 32–35. (In Russ.).

2. Imyksenova E. A. *Khozyaystvennoe partnerstvo i investitsionnoe tovarishchestvo – novye dlya Rossii formy privilecheniya inostrannogo kapitala: nalogovye i pravovye aspekty* [Economic and Investment Partnership as Forms of Attracting Foreign Capital Being Ne for Russia: Tax and Legal Aspects]. *Zakon – ZAKON*. 2012. Issue 4. Pp. 137–147. (In Russ.).

3. Kashirin A. I., Semenov A. S. *Innovatsionnyy biznes: venchurnoe i biznes-angel'skoe investirovanie: Ucheb. posob.* [Innovative Business: Venture and Business Angel Investing: Study Guide]. Moscow, 2015. 260 p. (In Russ.).

4. Klinov A. O. *Pravovoe regulirovanie kraudfandinga v Rossii i za rubezhom* [Legal Regulation of Crowdfunding in Russia and Abroad]. *Zakon – ZAKON*. 2018. Issue 2. Pp. 90–105. (In Russ.).

5. Kotenko D. A. *Kraudfanding – innovatsionnyy instrument investirovaniya* [Crowdfunding as an Innovative Investment Tool]. *Zakon – ZAKON*. 2014. Issue 5. Pp. 140–145. (In Russ.).

6. Lomakin D. V. *Khozyaystvennyye partnerstva i parallel'naya "reforma" grazhdanskogo zakonodatel'stva* [Economic Partnerships and Parallel "Reform" of Civil Legislation]. *Vestnik VAS RF – Herald of the Supreme Arbitrazh Court of the Russian Federation*. 2012. Issue 4. Pp. 57–77. (In Russ.).

7. Moyseenko A., Rodionova E. *Sozdaem venchurnyy fond v forme investitsionnogo tovarishchestva* [Creating a Venture Fund in the Form of an Investment Partnership]. *Korporativnyy yurist – Corporate Lawyer*. 2015. Issue 10. Pp. 8–14. (In Russ.).

8. Molotnikov A., Yankovskiy R. *Konvertiruemyy zaem i perspektivy ego implementatsii v rossiyskuyu pravovuyu sistemu* [Convertible Loan and Prospects for Its Implementation in the Russian Legal System]. *Aktual'nye problemy predprinimatel'skogo prava / pod red. A.E. Molotnikova* [Current Problems of Business Law; ed. by A.E. Molotnikov]. Moscow, 2015. Vol. IV. Pp. 104–111. (In Russ.).

9. Nikolaeva T. A. *Investitsionnoe tovarishchestvo kak forma osushchestvleniya ekonomicheskoy deyatel'nosti* [Investment Partnership as a Form of Economic Activity]. *Sovremennoe pravo – Modern Law*. 2015. Issue 10. Pp. 45–51. (In Russ.).

29. Dong M., Dutordoir M., Veld Ch. How can we improve inferences from surveys? A new look at the convertible debt questions from the Graham and Harvey survey data. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*. 2019. Vol. 61. Pp. 213–222. (In Eng.).

30. Drnovsek M., Franic S., Slavec A. Exploring antecedents of business angels' intention to invest. *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta U Rijeci-Proceedings of Rijeka Faculty of Economics*. 2018. Vol. 36. Issue 2. Pp. 701–734. DOI: 10.18045/zbefri.2018.2.701. (In Eng.).

31. Ellman M., Hurkens S. Fraud tolerance in optimal crowdfunding. *Economics Letters*. 2019. Vol. 181. Pp. 11–16. (In Eng.).

32. Franic S., Drnovsek M. The role of regulatory focus and cognitive style in business angels' evaluation of an investment opportunity. *Venture Capital*. 2019. Vol. 21. Issue 4. Pp. 353–377. (In Eng.).

33. Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A. Russian Federation as the Subject of the Civil Liability. *World Applied Sciences Journal*. 2013. Issue 24 (1). Pp. 31–34. (In Eng.).

34. Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A. Russian Federation Participation in Private Law Relations. *Middle-East Journal of Scientific Research* 13 (Special issue of Politics and Law). 2013. Pp. 64–67. (In Eng.).

35. Gonzales J., Ohara F. Chinese venture investments in the United States, 2010-2017. *Thunderbird International Business Review*. 2019. Vol. 61. Issue 2. Pp. 123–131. (In Eng.).

36. Grilli L. There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative start-ups. *Regional Studies*. 2019. Vol. 53. Issue 5. Pp. 620–629. DOI: 10.1080/00343404.2018.1479524. (In Eng.).

37. Harrison R., Scheela W., Lai P. C. Beyond institutional voids and the middle-income trap: The emerging business angel market in Malaysia. *Asia Pacific Journal of Management*. 2018. Vol. 35. Issue 4. Pp. 965–991. (In Eng.).

38. Hornuf L., Schwienbacher A. Crowdfunding: angel investing for the masses? *Handbook of Research on Business Angels*. 2016. Pp. 381–397. (In Eng.).

39. Kim M. J., Hall C. M. Investment crowdfunding in the visitor economy: the roles of venture quality, uncertainty, and funding amount. *Current Issues in Tourism*. 2019. DOI: 10.1080/13683500.2019.1656178. (In Eng.).

40. Landstrom H., Sorheim R. The ivory tower of business angel research. *Venture Capital*. 2019. Vol. 21. Issue 1. Pp. 97–119. (In Eng.).

41. Macht S., Chapman G. Getting more than money through online crowdfunding. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. 2019. Vol. 11. Issue 2. Pp. 171–186. (In Eng.).

42. Monk J. K., Vennum A. V., Kanter J. B. How to Use Crowdfunding in Extension: A Relationship Education Example. *Journal of Extension*. 2019. Vol. 57. Issue 4. Number of Article: 4TOT3. (In Eng.).

43. Rodriguez-Ricardo Y., Sicilia M., Lopez M. Altruism and Internal Locus of Control as Determinants of the Intention to Participate in Crowdfunding: The Mediating Role of Trust. *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*. 2019. Vol. 14. Issue 3. Pp. 1–16. (In Eng.).

44. Salomon V. Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdfunding platforms in Switzerland. *Venture Capital*. 2016. Vol. 18. Issue 1. Pp. 21–41. (In Eng.).

45. Salomon V. Strategies of startup evaluation on crowdfunding platforms: The case of Switzerland. *Journal of Innovation Economics & Management*. 2018. Vol. 26. Pp. 63–88. (In Eng.).

46. Saric M. S., Krsticevic N. Characteristics of Business Angels in Croatia. *Ekonomika Misao i Praksa – Economic Thought and Practice*. 2018. Vol. 27. Issue 1. Pp. 249–266. (In Eng.).

47. Scheela W., Nguyen Th. Th. T., Nguyen Th. K. A. Business Angel Investing in Vietnam: An Exploratory Study. *Journal of Private Equity*. 2018. Vol. 21. Issue 2. Pp. 96–106. (In Eng.).

48. Teague B., Gorton M.D., Liu Y.X. Different pitches for different stages of entrepreneurial development: the practice of pitching to business angels. *Entrepreneurship and Regional Development*. 2019. DOI: 10.1080/08985626.2019.1641977. (In Eng.).

49. Tenca F., Croce A., Ughetto E. Business Angels Research in Entrepreneurial Finance: a Literature Review and a Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*. 2018. Vol. 32. Issue 5. Pp. 1384–1413. (In Eng.).

50. Wang W., Mahmood A., Sismeiro C. The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*. 2019. Vol. 48. Issue 8. SI. Number of Article: 103727. (In Eng.).

51. Yeh T.-L., Chen T.-Y., Lee Ch.-Ch. Investigating the funding success factors affecting reward-based crowdfunding projects. *Innovation-Organization & Management*. 2019. Vol. 21. Issue 3. Pp. 466–486. (In Eng.).

10. Primochkin B. *Angely i besy modernizatsii* [Angels and Demons of Modernization]. *EZh-Yurist – EZh-Lawyer*. 2011. Issue 24. Pp. 9, 11. (In Russ.).
11. Semko A. M. *Osnovy pravovogo regulirovaniya venchurnogo investirovaniya v Rossii i za rubezhom* [Fundamentals of Legal Regulation of Venture Investment in Russia and Abroad]. *Predprinimatel'skoe pravo – Entrepreneurial Law*. 2011. Issue 3. Pp. 7–10. (In Russ.).
12. Serebryakova A. A. *Khozyaystvennoe partnerstvo: problemy vnutrenney garmonizatsii* [Economic Partnership: Problems of Internal Harmonization]. *Zakony Rossii: opyt, analiz, praktika – Laws of Russia: Experience, Analysis, Practice*. 2015. Issue 10. Pp. 79–85. (In Russ.).
13. Serova O. A. *Problemy adaptatsii khozyaystvennogo partnerstva k sisteme yuridicheskikh lits Rossiyskoy Federatsii* [Problems of Adaptation of Economic Partnership to the System of Legal Entities of the Russian Federation]. *Predprinimatel'skoe pravo. Prilozhenie "Biznes i pravo v Rossii i za rubezhom"* – Entrepreneurial Law. Supplement 'Business and Law in Russia and Abroad'. 2013. Issue 3. Pp. 18–21. (In Russ.).
14. Tarasenko O. A. *Audit mer finansovoy podderzhki malogo i srednego predprinimatel'stva* [Audit of the Means of Financial Support of Small and Medium-Size Enterprises]. *Predprinimatel'skoe pravo – Entrepreneurial Law*. 2018. Issue 2. Pp. 49–56. (In Russ.).
15. Chernukhin A. A. *Voprosy otvetstvennosti po dogovoru investitsionnogo tovarishchestva* [Issues of Liability under an Investment Partnership Agreement]. *Yurist – Jurist*. 2019. Issue 6. Pp. 22–28. (In Russ.).
16. Chikulaev R. V. *Vysokoriskovye (venchurnye) investitsii v sisteme pravovogo regulirovaniya finansovykh instrumentov* [High Risk (Venture) Investments in the System of Legal Regulation of Financial Instruments]. *Yurist – Jurist*. 2013. Issue 7. Pp. 43–46. (In Russ.).
17. Yankovskiy R. M. *Konvertiruemyy заем: dogovornaya model' i problemy regulirovaniya* [Convertible Loan: the Contractual Model and Problems of Regulation]. *Zakon – ZAKON*. 2017. Issue 11. Pp. 184–192. (In Russ.).
18. Yankovskiy R. M. *Organizatsionno-pravovye formy venchurnogo investirovaniya (chast' 1): struktury venchurnykh fondov* [Legal Forms of Venture Investing (Part 1): Venture Fund Structures]. *Pravo i ekonomika – Law and Economics*. 2017. Issue 6. Pp. 52–59. (In Russ.).
19. Yankovskiy R. M. *Organizatsionno-pravovye formy venchurnogo investirovaniya (chast' 2): venchurnye fondy v forme tovarishchestv* [Legal Forms of Venture Investing (Part 2):

- Partnerships]. *Pravo i ekonomika – Law and Economics*. 2017. Issue 7. Pp. 58–65. (In Russ.).
20. Yatsenko T. S. *Problema okhrany prav investirovaniya v kraudfandinge: riski investirovaniya i puti ikh preodoleniya* [The Problem of Protection of Rights of Investors in Crowdfunding: Investment Risks and Ways to Overcome Them]. *Zhurnal Rossiyskogo prava – Journal of Russian Law*. 2019. Issue 8. Pp. 62–71. (In Russ.).
21. Barbi M., Mattioli S. Human capital, investor trust, and equity crowdfunding. *Research in International Business and Finance*. 2019. Vol. 49. Pp. 1–12. (In Eng.).
22. Bi G., Geng B., Liu L. On the fixed and flexible funding mechanisms in reward-based crowdfunding. *European Journal of Operational Research*. 2019. Vol. 279. Issue 1. Pp. 168–183. (In Eng.).
23. Block J. H., Fisch Ch. O., Obschonka M. A personality perspective on business angel syndication. *Journal of Banking & Finance*. 2019. Vol. 100. Pp. 306–327. (In Eng.).
24. Bonini S., Capizzi V., Valletta M. Angel network affiliation and business angels' investment practices. *Journal of Corporate Finance*. 2018. Vol. 50. Pp. 592–608. (In Eng.).
25. Brown R., Mawson S., Rowe A. Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective. *Industrial Marketing Management*. 2019. Vol. 80. Pp. 115–125. (In Eng.).
26. Crick J. M., Crick D. Angel investors' predictive and control funding criteria: The importance of evolving business models. *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*. 2018. Vol. 20. Issue 1. Pp. 34–56. (In Eng.).
27. Croce A., Ughetto E., Cowling M. Investment Motivations and UK Business Angels' Appetite for Risk Taking: The Moderating Role of Experience. *British Journal of Management*. 2019. DOI: 10.1111/1467-8551.12380. (In Eng.).
28. De Luca V. V., Margherita A., Pas-siante G. Crowdfunding: a systemic framework of benefits. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*. 2019. Vol. 25. Issue 6. Pp. 1321–1339. (In Eng.).
29. Dong M., Dutordoir M., Veld Ch. How can we improve inferences from surveys? A new look at the convertible debt questions from the Graham and Harvey survey data. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*. 2019. Vol. 61. Pp. 213–222. (In Eng.).
30. Drnovsek M., Franic S., Slavec A. Exploring antecedents of business angels' intention to invest. *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta U Rijeci-Proceedings of Rijeka Faculty of Econom-*

References in Russian

1. Долинская В. В. Хозяйственное партнерство в современной системе юридических лиц // *Законы России: опыт, анализ, практика*. 2015. № 7. С. 32–35.
2. Имыкшиенова Е. А. Хозяйственное партнерство и инвестиционное товарищество – новые для России формы привлечения иностранного капитала: налоговые и правовые аспекты // *Закон*. 2012. № 4. С. 137–147.
3. Каширин А. И., Семенов А. С. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: учеб. пособие М.: Дело; РАНХиГС, 2015. 260 с.
4. Клинов А. О. Правовое регулирование краудфандинга в России и за рубежом // *Закон*. 2018. № 2. С. 90–105.
5. Котенко Д. А. Краудфандинг – инновационный инструмент инвестирования // *Закон*. 2014. № 5. С. 140–145.
6. Ломакин Д. В. Хозяйственные партнерства и параллельная «реформа» гражданского законодательства // *Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации*. 2012. № 4. С. 57–77.
7. Мойсеенко А., Родионова Е. Создаем венчурный фонд в форме инвестиционного товарищества // *Корпоративный юрист*. 2015. № 10. С. 8–14.
8. Молотников А., Янковский П. Конвертируемый заем и перспективы его имплементации в российскую правовую систему // *Актуальные проблемы предпринимательского права / под ред. А. Е. Молотникова*. М.: Стартап, 2015. Вып. IV. С. 104–111.
9. Николаева Т. А. Инвестиционное товарищество как форма осуществления экономической деятельности // *Современное право*. 2015. № 10. С. 45–51.
10. Примочкин Б. Ангелы и бесы модернизации // *ЭЖ-Юрист*. 2011. № 24. С. 9–11.
11. Семко А. М. Основы правового регулирования венчурного инвестирования в России и за рубежом // *Предпринимательское право*. 2011. № 3. С. 7–10.
12. Сereбryakova A. A. Хозяйственное партнерство: проблемы внутренней гармонизации // *Законы России: опыт, анализ, практика*. 2015. № 10. С. 79–85.
13. Серова О. А. Проблемы адаптации хозяйственного партнерства к системе юридических лиц Российской Федерации // *Предпринимательское право. Приложение «Бизнес и право в России и за рубежом»*. 2013. № 3. С. 18–21.
14. Tarasenko O. A. Аудит мер финансовой поддержки малого и среднего предприни-

- мательства // *Предпринимательское право*. 2018. № 2. С. 49–56.
15. Чернухин А. А. Вопросы ответственности по договору инвестиционного товарищества // *Юрист*. 2019. № 6. С. 22–28.
16. Чикулаев Р. В. Высокорисковые (венчурные) инвестиции в системе правового регулирования финансовых инструментов // *Юрист*. 2013. № 7. С. 43–46.
17. Янковский П. М. Конвертируемый заем: договорная модель и проблемы регулирования // *Закон*. 2017. № 11. С. 184–192.
18. Янковский П. М. Организационно-правовые формы венчурного инвестирования. Ч. 1: Структуры венчурных фондов // *Право и экономика*. 2017. № 6. С. 52–59.
19. Янковский П. М. Организационно-правовые формы венчурного инвестирования. Ч. 2. Венчурные фонды в форме товариществ // *Право и экономика*. 2017. № 7. С. 58–65.
20. Яценко Т. С. Проблема охраны прав инвесторов в краудфандинге: риски инвестирования и пути их преодоления // *Журнал российского права*. 2019. № 8. С. 62–71.
21. Barbi M., Mattioli S. Human capital, investor trust, and equity crowdfunding // *Research in International Business and Finance*. 2019. Vol. 49. Pp. 1–12.
22. Bi G., Geng B., Liu L. On the fixed and flexible funding mechanisms in reward-based crowdfunding // *European Journal of Operational Research*. 2019. Vol. 279, Issue 1. Pp. 168–183.
23. Block J. H.; Fisch Ch. O.; Obschonka M. A personality perspective on business angel syndication // *Journal of Banking & Finance*. 2019. Vol. 100. Pp. 306–327.
24. Bonini S., Capizzi V., Valletta M. Angel network affiliation and business angels' investment practices // *Journal of Corporate Finance*. 2018. Vol. 50. Pp. 592–608.
25. Brown R., Mawson S., Rowe A. Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective // *Industrial Marketing Management*. 2019. Vol. 80. Pp. 115–125.
26. Crick J. M., Crick D. Angel investors' predictive and control funding criteria: The importance of evolving business models // *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*. 2018. Vol. 20, Issue 1. Pp. 34–56.
27. Croce A., Ughetto E., Cowling M. Investment Motivations and UK Business Angels' Appetite for Risk Taking: The Moderating Role of Experience // *British Journal of Management*. 2019. DOI: 10.1111/1467-8551.12380.
28. De Luca V. V., Margherita A., Pas-siante G. Crowdfunding: a systemic framework of

ics. 2018. Vol. 36. Issue 2. Pp. 701–734. DOI: 10.18045/zbefri.2018.2.701. (In Eng.).

31. *Ellman M., Hurkens S.* Fraud tolerance in optimal crowdfunding. *Economics Letters*. 2019. Vol. 181. Pp. 11–16. (In Eng.).

32. *Franic S., Drnovsek M.* The role of regulatory focus and cognitive style in business angels' evaluation of an investment opportunity. *Venture Capital*. 2019. Vol. 21. Issue 4. Pp. 353–377. (In Eng.).

33. *Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A.* Russian Federation as the Subject of the Civil Liability. *World Applied Sciences Journal*. 2013. Issue 24 (1). Pp. 31–34. (In Eng.).

34. *Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A.* Russian Federation Participation in Private Law Relations. *Middle-East Journal of Scientific Research* 13 (Special issue of Politics and Law). 2013. Pp. 64–67. (In Eng.).

35. *Gonzales J., Ohara F.* Chinese venture investments in the United States, 2010–2017. *Thunderbird International Business Review*. 2019. Vol. 61. Issue 2. Pp. 123–131. (In Eng.).

36. *Grilli L.* There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative start-ups. *Regional Studies*. 2019. Vol. 53. Issue 5. Pp. 620–629. DOI: 10.1080/00343404.2018.1479524. (In Eng.).

37. *Harrison R., Scheela W., Lai P. C.* Beyond institutional voids and the middle-income trap: The emerging business angel market in Malaysia. *Asia Pacific Journal of Management*. 2018. Vol. 35. Issue 4. Pp. 965–991. (In Eng.).

38. *Hornuf L., Schwienbacher A.* Crowdfunding: angel investing for the masses? *Handbook of Research on Business Angels*. 2016. Pp. 381–397. (In Eng.).

39. *Kim M. J., Hall C. M.* Investment crowdfunding in the visitor economy: the roles of venture quality, uncertainty, and funding amount. *Current Issues in Tourism*. 2019. DOI: 10.1080/13683500.2019.1656178. (In Eng.).

40. *Landstrom H., Sorheim R.* The ivory tower of business angel research. *Venture Capital*. 2019. Vol. 21. Issue 1. Pp. 97–119. (In Eng.).

41. *Macht S., Chapman G.* Getting more than money through online crowdfunding. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. 2019. Vol. 11. Issue 2. Pp. 171–186. (In Eng.).

42. *Monk J. K., Vennum A. V., Kanter J. B.* How to Use Crowdfunding in Extension: A Relationship Education Example. *Journal of Extension*. 2019. Vol. 57. Issue 4. Number of Article: 4TOT3. (In Eng.).

43. *Rodriguez-Ricardo Y., Sicilia M., Lopez M.* Altruism and Internal Locus of Control as Determinants of the Intention to Participate in Crowdfunding: The Mediating Role of Trust. *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*. 2019. Vol. 14. Issue 3. Pp. 1–16. (In Eng.).

44. *Salomon V.* Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdfunding platforms in Switzerland. *Venture Capital*. 2016. Vol. 18. Issue 1. Pp. 21–41. (In Eng.).

45. *Salomon V.* Strategies of startup evaluation on crowdfunding platforms: The case of Switzerland. *Journal of Innovation Economics & Management*. 2018. Vol. 26. Pp. 63–88. (In Eng.).

46. *Saric M. S., Krsticevic N.* Characteristics of Business Angels in Croatia. *Ekonomika Misao i Praksa – Economic Thought and Practice*. 2018. Vol. 27. Issue 1. Pp. 249–266. (In Eng.).

47. *Scheela W., Nguyen Th. Th. T., Nguyen Th. K. A.* Business Angel Investing in Vietnam: An Exploratory Study. *Journal of Private Equity*. 2018. Vol. 21. Issue 2. Pp. 96–106. (In Eng.).

48. *Teague B., Gorton M.D., Liu Y.X.* Different pitches for different stages of entrepreneurial development: the practice of pitching to business angels. *Entrepreneurship and Regional Development*. 2019. DOI: 10.1080/08985626.2019.1641977. (In Eng.).

49. *Tenca F., Croce A., Ughetto E.* Business Angels Research in Entrepreneurial Finance: a Literature Review and a Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*. 2018. Vol. 32. Issue 5. Pp. 1384–1413. (In Eng.).

50. *Wang W., Mahmood A., Sismeiro C.* The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*. 2019. Vol. 48. Issue 8. SI. Number of Article: 103727. (In Eng.).

51. *Yeh T.-L., Chen T.-Y., Lee Ch.-Ch.* Investigating the funding success factors affecting reward-based crowdfunding projects. *Innovation-Organization & Management*. 2019. Vol. 21. Issue 3. Pp. 466–486. (In Eng.).

benefits // *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*. 2019. Vol. 25, Issue 6. Pp. 1321–1339.

29. *Dong M., Dutordoir M., Veld Ch.* How can we improve inferences from surveys? A new look at the convertible debt questions from the Graham and Harvey survey data // *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*. 2019. Vol. 61. Pp. 213–222.

30. *Drnovsek M., Franic S., Slavec A.* Exploring antecedents of business angels' intention to invest // *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta U Rijeci-Proceedings of Rijeka Faculty of Economics*. 2018. Vol. 36, Issue 2. Pp. 701–734. DOI: 10.18045/zbefri.2018.2.701

31. *Ellman M., Hurkens S.* Fraud tolerance in optimal crowdfunding // *Economics Letters*. 2019. Vol. 181. Pp. 11–16.

32. *Franic S., Drnovsek M.* The role of regulatory focus and cognitive style in business angels' evaluation of an investment opportunity // *Venture Capital*. 2019. Vol. 21, Issue 4. Pp. 353–377.

33. *Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A.* Russian Federation as the Subject of the Civil Liability // *World Applied Sciences Journal*. 2013. Vol. 24. Issue 1. Pp. 31–34.

34. *Golubtsov V. G., Kuznetsova O. A.* Russian Federation Participation in Private Law Relations // *Middle-East Journal of Scientific Research* 13 (Special Issue of Politics and Law). 2013. Pp. 64–67.

35. *Gonzales J., Ohara F.* Chinese venture investments in the United States, 2010–2017 // *Thunderbird International Business Review*. 2019. Vol. 61, Issue 2. Pp. 123–131.

36. *Grilli L.* There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative start-ups // *Regional Studies*. 2019. Vol. 53, Issue 5. Pp. 620–629. DOI: 10.1080/00343404.2018.1479524

37. *Harrison R., Scheela W., Lai P. C.* Beyond institutional voids and the middle-income trap: The emerging business angel market in Malaysia // *Asia Pacific Journal of Management*. 2018. Vol. 35, Issue 4. Pp. 965–991.

38. *Hornuf L., Schwienbacher A.* Crowdfunding: angel investing for the masses? // *Handbook of Research on Business Angels*. 2016. Pp. 381–397.

39. *Kim Myung Ja, Hall C. M.* Investment crowdfunding in the visitor economy: the roles of venture quality, uncertainty, and funding amount // *Current Issues in Tourism*. 2019. DOI: 10.1080/13683500.2019.1656178.

40. *Landstrom H., Sorheim R.* The ivory tower of business angel research // *Venture Capital*. 2019. Vol. 21, Issue 1. Pp. 97–119.

41. *Macht S., Chapman G.* Getting more than money through online crowdfunding // *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. 2019. Vol. 11, Issue 2. Pp. 171–186.

42. *Monk J. K., Vennum A. V., Kanter J. B.* How to Use Crowdfunding in Extension: A Relationship Education Example // *Journal of Extension*. 2019. Vol. 57, Issue 4. Number of Article: 4TOT3.

43. *Rodriguez-Ricardo Y., Sicilia M., Lopez M.* Altruism and Internal Locus of Control as Determinants of the Intention to Participate in Crowdfunding: The Mediating Role of Trust // *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*. 2019. Vol. 14, Issue 3. Pp. 1–16.

44. *Salomon V.* Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdfunding platforms in Switzerland // *Venture Capital*. 2016. Vol. 18, Issue 1. Pp. 21–41.

45. *Salomon V.* Strategies of startup evaluation on crowdfunding platforms: The case of Switzerland // *Journal of Innovation Economics & Management*. 2018. Vol. 26. Pp. 63–88.

46. *Saric M. S., Krsticevic N.* Characteristics of Business Angels in Croatia // *Ekonomika Misao I Praksa-Economic Thought and Practice*. 2018. Vol. 27, Issue 1. Pp. 249–266.

47. *Scheela W., Nguyen Th. Th. T., Nguyen Th. K. A.* Business Angel Investing in Vietnam: An Exploratory Study // *Journal of Private Equity*. 2018. Vol. 21, Issue 2. Pp. 96–106.

48. *Teague B., Gorton M.D., Liu Y.X.* Different pitches for different stages of entrepreneurial development: the practice of pitching to business angels // *Entrepreneurship and Regional Development*. 2019. DOI: 10.1080/08985626.2019.1641977

49. *Tenca F., Croce A., Ughetto E.* Business Angels Research in Entrepreneurial Finance: a Literature Review and a Research Agenda // *Journal of Economic Surveys*. 2018. Vol. 32, Issue 5. Pp. 1384–1413.

50. *Wang W., Mahmood A., Sismeiro C.* The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd // *Research Policy*. 2019. Vol. 48, Issue 8. SI. Number of Article 103727.

51. *Yeh T.-L., Chen T.-Y., Lee Ch.-Ch.* Investigating the funding success factors affecting reward-based crowdfunding projects // *Innovation-Organization & Management*. 2019. Vol. 21, Issue 3. Pp. 466–486.