

Нефедов Александр Александрович
Московский финансово-промышленный университет Синергия

Влияние типа венчурного инвестора на параметры IPO стартапов: сравнительный анализ корпоративных и независимых фондов на рынках США и Европы

Аннотация. В статье исследуется, как институциональная природа венчурного инвестора отражается на параметрах выхода инновационной компании на публичный рынок. В центре внимания находится сопоставление стартапов, профинансированных корпоративными и независимыми венчурными фондами, с учетом различий между американской и европейской моделями венчурного финансирования. Анализ основан на объединении данных о сделках, экзитах, характеристиках инвесторов и финансовых показателях эмитентов, прошедших IPO. Для снижения селекционного смещения используется эконометрический подход, учитывающий неоднородность компаний по наблюдаемым параметрам. Полученные результаты показывают, что участие корпоративного инвестора связано не столько с ростом итоговой рыночной оценки, сколько с изменением логики ее формирования. Выявлено, что присутствие CVC сопровождается более сдержанной оценкой стартапа, но одновременно ассоциируется с меньшей недооценкой при размещении. Сделан вывод о том, что тип венчурного инвестора влияет не только на объем привлекаемого капитала, но и на характер публичного ценообразования компании.

Ключевые слова: корпоративные венчурные фонды, независимые венчурные фонды, стартапы, IPO, рыночная оценка, андерпрайсинг, венчурное финансирование.

Nefedov Alexander Alexandrovich
Moscow University for Industry and Finance "Synergy"

The Influence of Venture Investor Type on Startup IPO Parameters: A Comparative Analysis of Corporate and Independent Funds in the U.S. and European Markets

Annotation. This article examines how the institutional nature of a venture investor is reflected in the parameters of an innovative company's transition to the public market. The study focuses on comparing startups financed by corporate venture capital funds and independent venture capital funds, taking into account the differences between the U.S. and European models of venture financing. The analysis is based on the integration of data on investment deals, exits, investor characteristics, and financial indicators of companies that completed an IPO. To reduce selection bias, the study applies an econometric approach that accounts for heterogeneity across firms based on observable characteristics. The findings show that the participation of a corporate investor is associated not so much with an increase in final market valuation as with a change in the logic of its formation. It is found that the presence of CVC is associated with a more restrained startup valuation, while at the same time correlating with lower underpricing at the offering stage. It is concluded that the type of venture investor affects not only the volume of capital raised, but also the nature of the company's public pricing.

Key words: corporate venture capital funds, independent venture capital funds, startups, IPO, market valuation, underpricing, venture financing.

В условиях усиления роли инновационного предпринимательства и расширения каналов венчурного финансирования вопрос о том, каким образом тип инвестора влияет на параметры выхода стартапа на публичный рынок, приобретает особую значимость. Первичное публичное размещение акций остается одним из наиболее сложных и

капиталоемких этапов развития инновационной компании, поскольку именно в этот момент происходит рыночная проверка ее бизнес-модели, финансовой устойчивости и перспектив роста. В этой связи особый интерес представляет сопоставление стартапов, поддержанных корпоративными и независимыми венчурными фондами, поскольку указанные инвесторы различаются не только по источникам капитала, но и по логике инвестиционного отбора, набору предоставляемых ресурсов и стратегическим целям участия в капитале компании.

Корпоративные венчурные фонды, как правило, сочетают финансовую мотивацию с задачами технологического развития материнской компании, доступом к перспективным разработкам и формированием долгосрочных стратегических связей. Независимые венчурные фонды в большей степени ориентированы на финансовую доходность, скорость масштабирования бизнеса и достижение эффективного экзита. Эти различия позволяют предположить, что участие CVC и IVC может по-разному отражаться на рыночной оценке стартапа при IPO, а также на величине андерпрайсинга, характеризующей степень неопределенности и информационной асимметрии в момент размещения. При этом существующие исследования нередко рассматривают венчурное финансирование как относительно однородную категорию, не уделяя достаточного внимания институциональным особенностям самого инвестора. В результате влияние типа венчурного фонда на параметры IPO остается недостаточно изученным, особенно в сравнительной плоскости для рынков США и Европы.

Целью исследования является выявление особенностей влияния типа венчурного инвестора на параметры первичного публичного размещения стартапов и эмпирическая оценка различий между компаниями, получившими финансирование от корпоративных и независимых венчурных фондов, на рынках США и Европы.

Методологическая основа исследования построена на сочетании сравнительного, экономико-статистического и эконометрического подходов. Эмпирическая база сформирована на основе объединения данных PitchBook [11], CB Insights [5] и Bloomberg [4], что позволило сопоставить инвестиционную активность корпоративных и независимых венчурных фондов с финансовыми характеристиками стартапов, вышедших на IPO, на американском и европейском рынках. В исследовании использованы данные о сделках венчурного финансирования, параметрах экзитов, финансовых результатах компаний до размещения, а также о показателях, характеризующих их рыночную оценку и финансовое положение. Логика эмпирического анализа исходит из того, что выбор типа венчурного инвестора не является случайным, а потому прямое сопоставление стартапов, финансировавшихся CVC и IVC, может приводить к смещенным выводам. Для снижения влияния селекционного смещения применяется двухэтапный подход, основанный на оценке склонности стартапа к привлечению корпоративного венчурного финансирования и сопоставлении компаний по наблюдаемым характеристикам.

Для исследования связи между участием корпоративных венчурных фондов и оценкой стартапов при выходе на IPO была сформирована единая эмпирическая база, объединяющая данные по США и Европе [6; 8; 9]. Такой дизайн исследования обусловлен тем, что сравнение корпоративных и независимых инвесторов требует более широкой выборки и учета различий между двумя крупными венчурными рынками. Одновременно это позволило избежать ограничений, возникающих при анализе только одного региона, и повысить сопоставимость наблюдений.

Сбор информации строился на комбинировании нескольких источников. Причина состояла прежде всего в том, что на практике отсутствует единая база, в которой одновременно были бы представлены детальные сведения об инвестициях и экзитах CVC- и IVC-фондов, а также достоверные финансовые данные по компаниям, прошедшим стадию публичного размещения. Основным источником по инвестиционной активности фондов выступила база PitchBook [11], содержащая сведения о рынках венчурного капитала, прямых инвестиций и сделках M&A. Для европейского сегмента недостающая информация была дополнительно восполнена с помощью CB Insights [5].

После определения источников началось формирование выборки фондов, чьи выходы рассматривались в исследовании. Под экзитом в данном случае понимался выход инвестора из капитала стартапа в форме сделки M&A, IPO, LBO либо прекращения деятельности компании. Отбор в PitchBook [11] проводился по трем параметрам: по типу инвестора, который должен был соответствовать либо корпоративному, либо независимому венчурному фонду; по стране базирования, ограниченной США и Европой; а также по признаку штаб-квартиры фонда. Такое сочетание фильтров позволило получить четыре базовые совокупности: американские CVC, американские IVC, европейские CVC и европейские IVC. После этого каждая из них была ранжирована по числу инвестиций и по числу экзитов.

Следующим шагом стал отбор наиболее активных участников рынка. Из каждой совокупности были выделены по 50 фондов с наибольшим количеством инвестиций и по 50 фондов с наибольшим количеством экзитов. По каждому из них выгружалась сводная статистика инвестиционной деятельности. В результате была сформирована рабочая база, включающая восемь отдельных массивов.

Американская выборка корпоративных венчурных фондов включила 12 538 инвестиционных сделок и 4 906 выходов. Распределение этих показателей по отдельным фондам представлено на рис. 1. В среднем один американский CVC-фонд инвестировал в 190 инновационных компаний и имел 74 экзита. Иными словами, на один успешный выход приходилось примерно 2,6 инвестиции. Медианные значения составили 110 инвестиций и 45 экзитов, что соответствует приблизительно 2,5 инвестиции на один экзит.

Американские независимые фонды оказались значительно более масштабными по объему операций. В данной группе было зафиксировано 66 742 инвестиции и 23 477 экзитов, что отражено на рис. 2.

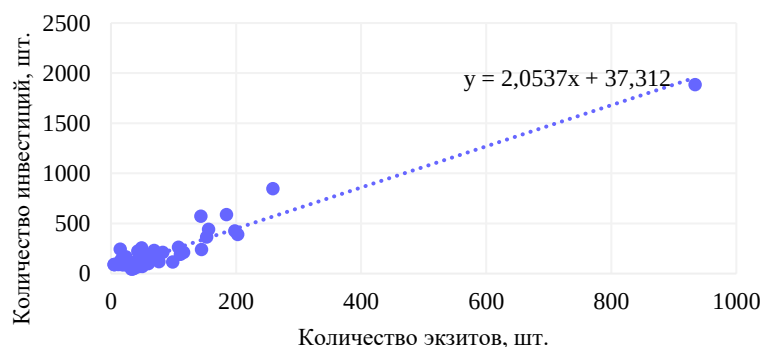


Рисунок 1 – Число инвестиций и выходов, совершенных американскими CVC-фондами, шт.

Источник: разработано автором

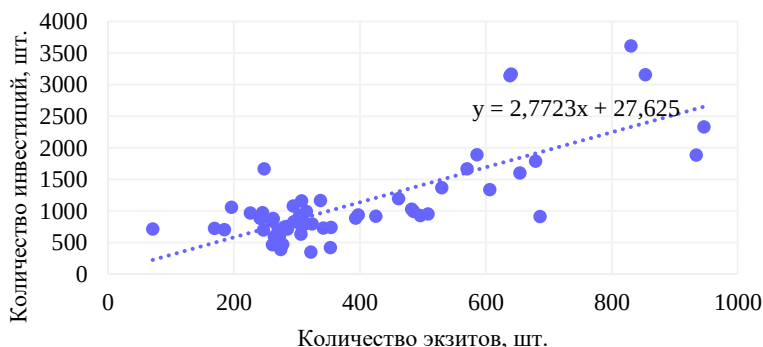


Рисунок 2 – Число инвестиций и выходов, совершенных американскими IVC-фондами, шт.

Источник: разработано автором

Средний IVC-фонд финансировал 1 112 компаний и осуществлял 391 выход. Таким образом, для достижения одного успешного экзита ему требовалось около 2,8 инвестиции. Медианные значения составили 890 инвестиций и 308 экзитов, то есть примерно 2,9 инвестиции на один выход. Существенно и то, что внутри этой группы наблюдался более сильный разброс по масштабу инвестиционной и экзитной активности, чем среди корпоративных фондов.

На европейском рынке выборка корпоративных венчурных фондов включила 7 453 инвестиционные сделки и 2 561 экзит. Соответствующие данные по отдельным фондам приведены на рис. 3. В среднем один европейский CVC-фонд участвовал в 124 инвестициях и осуществлял 43 выхода. Это означает, что на один экзит приходилось около 2,9 инвестиции. По медианным значениям фонд данной категории имел 98 инвестиций и 29 экзитов, что уже соответствует 3,4 инвестиции на один успешный выход.

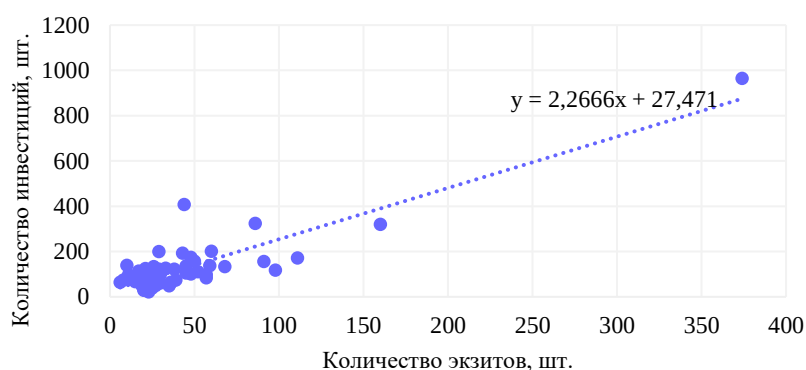


Рисунок 3 – Число инвестиций и выходов, совершенных европейскими CVC-фондами, шт.
Источник: разработано автором

Европейская выборка независимых фондов включила 45 243 инвестиции и 14 289 экзитов. Как показано на рис. 4, средний IVC-фонд в Европе финансировал 665 компаний и реализовывал 210 выходов.

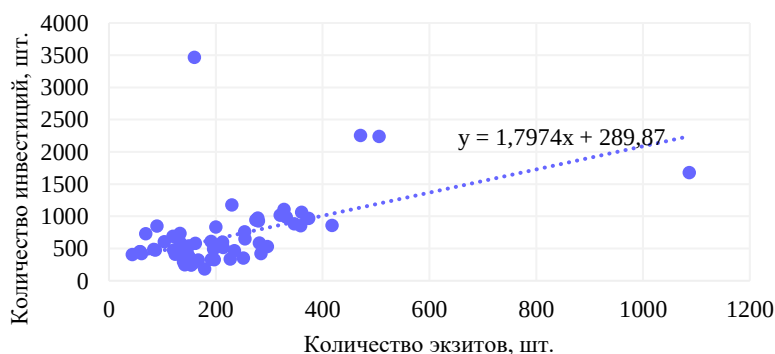


Рисунок 4 – Число инвестиций и выходов, совершенных европейскими IVC-фондами, шт.
Источник: разработано автором

В пересчете на один экзит это дает около 3,2 инвестиции. Медианные значения составили 489 инвестиций и 161 экзит, то есть около 3,0 инвестиции на один выход. Подобно американскому рынку, именно у независимых фондов наблюдалась более высокая вариативность по числу инвестиций и экзитов.

После определения состава фондов начался ручной этап сбора информации по самим инвесторам и их экзитам. Для американской части выборки основным источником являлся

PitchBook [11], для европейской – CB Insights [5]. Различие баз данных обусловило и различия в структуре собираемых полей.

По американским фондам из PitchBook [11] извлекались сведения о годе основания фонда, его отраслевой специализации, материнской компании в случае CVC, медианном размере раунда и медианной оценке стартапа. Далее по каждой портфельной компании собирались данные о названии стартапа, отрасли, стадии развития, дате сделки, типе раунда, размере привлеченного финансирования и количестве соинвесторов. Отдельно выгружалась информация об экзите: дата выхода, тип сделки, статус ее завершения и наименование покупателя, если речь шла о M&A. После этого информация сводилась в две итоговые таблицы: по корпоративным и по независимым фондам.

Структура выходов показала, что наиболее распространенной формой реализации инвестиций в обеих группах оставались сделки слияний и поглощений. M&A занимали первое место, однако доля банкротств была выше, чем у корпоративных инвесторов, и превышала долю IPO.

Несмотря на то что сделки M&A являются для венчурных инвесторов наиболее типичным способом выхода, в дальнейший анализ включались только публичные размещения. Это объясняется тем, что IPO сопровождается значительно более высоким уровнем раскрытия информации. Компании, выходящие на биржу, обязаны публиковать финансовую отчетность и иные сведения, необходимые для эмпирического анализа, тогда как по сделкам M&A сопоставимый объем открытых данных обычно отсутствует. По этой причине аналитическая часть исследования была ограничена экзитами в форме IPO.

По европейским фондам из CB Insights [5] собирались данные о самом фонде, об инвестиционных сделках и об экзитах. В частности, фиксировались год основания фонда, название стартапа, дата сделки, стадия раунда, объем финансирования, а по экзитах – название компании, дата выхода и тип экзита, который в данной части отбора сразу ограничивался IPO. Недостающая информация далее догружалась из Bloomberg [4]. Затем, как и в американской части, были сформированы две итоговые таблицы: отдельно по CVC и отдельно по IVC.

Следующий этап был связан с поиском финансовых данных по всем компаниям, вошедшим в выборку публичных размещений. Источником для этой части выступал Bloomberg [4]. Поскольку выгрузка финансовых показателей требует корректного тикера компании, сначала проводилась идентификация эмитентов. Для американских стартапов тикеры подбирались автоматически на основе сопоставления наименований из PitchBook [11] и Bloomberg [4]. Для европейских компаний эта процедура выполнялась вручную с использованием данных крупнейших бирж и специализированных финансовых платформ, включая NASDAQ, Yahoo Finance и Google Finance.

После идентификации компаний из Bloomberg [4] были получены необходимые финансовые показатели и сопутствующая информация. При этом важно учитывать, что компании из выборки размещались на различных биржах, а требования к раскрытию информации на этих площадках различаются. В большинстве случаев эмитенты публиковали данные о финансовом положении минимум за два года до IPO, однако степень полноты раскрытия была неодинаковой. Часть компаний не предоставляла показатели выручки и EBITDA, часть ограничивалась сокращенной отчетностью.

Эмпирическая апробация разработанного подхода была направлена на количественную проверку выдвинутых гипотез и выявление того, насколько устойчиво участие корпоративного венчурного инвестора связано с изменением параметров IPO. Анализ проводился на выборке стартапов, получивших финансирование от CVC- и IVC-фондов и завершивших венчурный цикл выходом на публичный рынок в США и Европе. В итоговую совокупность вошли только те компании, которые соответствовали ранее заданным критериям отбора. Для повышения устойчивости оценок из выборки были исключены экстремальные значения мультипликатора EV/S, способные непропорционально исказить результаты. В результате объем рабочей выборки составил

473 наблюдения по США, 457 наблюдений по США после исключения акселераторов, 237 наблюдений по Европе и 224 наблюдения по Европе без акселераторов.

Сформированные массивы данных характеризуются выраженной неоднородностью, что особенно важно при анализе рыночной оценки инновационных компаний (таблица 1).

Таблица 1 – Характеристики мультипликатора EV/S

Рынок	Среднее EV/S	Медиана EV/S
США	98,0	29,7
США (без акселераторов)	98,9	31,4
Европа	92,6	7,8

Источник: составлено автором

Распределение мультипликатора EV/S оказалось заметно асимметричным как в США, так и в Европе.

Результаты probit-моделирования показали, что механизмы отбора стартапов корпоративными и независимыми фондами в США и Европе различаются. На американском рынке вероятность привлечения корпоративного венчурного финансирования статистически значимо связана с размером выручки стартапа за год до IPO, стадией его развития и возрастом инвестора. Отрицательный коэффициент при LogRev1 указывает, что более крупные по выручке компании реже оказываются объектом CVC-финансирования. Аналогичный отрицательный знак при переменной возраста фонда позволяет предположить, что более зрелые инвесторы в США в меньшей степени склонны участвовать в корпоративных венчурных сделках. Для европейского рынка картина иная: финансовые показатели стартапа статистически значимого влияния на вероятность привлечения CVC не показали, а единственным устойчиво значимым фактором оказался возраст инвестора, причем с положительным знаком. Тем самым подтверждается наличие селекционного смещения: компании, пришедшие к IPO с участием CVC, изначально отличаются от компаний, профинансированных IVC, а характер этих различий зависит от институциональной среды (таблица 2).

Таблица 2 – Влияние CVC на EV/S

Рынок	Эффект (Δ EV/S)	Средний EV/S
США	-20,08	98,0
США (без акселераторов)	-18,39	98,9
Европа	-62,08	92,6

Источник: составлено автором

Оценка влияния типа инвестора на мультипликатор EV/S показала устойчивый отрицательный эффект участия корпоративных фондов. Анализ андерпрайсинга выявил вторую важную закономерность (таблица 3).

Таблица 3 – Влияние CVC на андерпрайсинг

Рынок	Коэффициент	Интерпретация
США	-0,0819	-8,2%
Европа	-0,352	-35,2%.

Источник: составлено автором

Для США участие корпоративного инвестора связано со снижением недооценки при размещении на 8,2%, для Европы – на 35,2%. Иными словами, стартапы с участием CVC характеризуются меньшим разрывом между ценой размещения и ценой первого дня торгов.

В совокупности полученные результаты подтверждают, что тип венчурного инвестора является значимой характеристикой, влияющей на параметры IPO. При этом

масштаб выявленного эффекта зависит от особенностей региональной среды. На более зрелом и глубоком рынке США влияние CVC остается устойчивым, но умеренным. На европейском рынке эффект выражен заметно сильнее. Это позволяет рассматривать тип инвестора как фактор публичного ценообразования, который должен учитываться при анализе стратегии выхода стартапа на рынок капитала.

Список источников

1. Галич А. А., Мирзоян А. Г. Факторы недооценки IPO: технологический и нетехнологический секторы через призму теорий асимметрии информации и сохранения контроля // Финансы: теория и практика. 2025. Т. 29. №. 3. С. 45-58.
2. Сулеймазаде С. А. Венчурное финансирование стартапов: инструменты, стратегии и эффективность инвестирования // Управленческий учет. 2025. № 3. С. 55-59.
3. Benkraiem R., Gonçalves D., Shuwaikh F. The role of corporate venture capitalists in supporting the growth of their backed start-ups // European Business Review. 2023. Vol. 35. №. 5. P. 672-693.
4. Bloomberg: Financial Markets and Company Data [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.bloomberg.com/professional/products/bloomberg-terminal/>
5. CB Insights: Technology Market Intelligence Platform [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.cbinsights.com/>
6. Global IPO Trends [Электронный ресурс]. – URL: https://www.ey.com/en_gl/ipo
7. Google Finance: Market Data and Company Financial Information [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.google.com/finance/>
8. IPO Readiness Reports [Электронный ресурс]. – URL: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/finance/topics/ipo.html>
9. Market Statistics and IPO Data [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>
10. NASDAQ: Market Activity and IPO Calendar [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.nasdaq.com/market-activity/ipos>
11. PitchBook-NVCA Venture Monitor [Электронный ресурс]. – URL: <https://pitchbook.com/news/reports>
12. State of Venture Report [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends/>
13. The State of Innovation / Venture Capital Insights [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights>
14. Venture Pulse: Global Analysis of Venture Funding [Электронный ресурс]. – URL: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/venture-pulse.html>
15. Yahoo Finance: Historical Market Data and Company Financials [Электронный ресурс]. – URL: <https://finance.yahoo.com/>

Сведения об авторе

Нефедов Александр Александрович, аспирант, Московский финансово-промышленный университет Синергия, Москва, Россия

Information about author

Nefedov Alexander Alexandrovich, postgraduate student, Moscow Financial and Industrial University “Synergy”, Moscow, Russia