

**Л. М. Лапицкая, О. В. Лапицкая,
Я. В. Емельяненко**

**МЕСТО
ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ
В РАМКАХ НАЦИОНАЛЬНОЙ
ИННОВАЦИОННОЙ СИСТЕМЫ**

**Гомель
ГГТУ им. П. О. Сухого
2018**

УДК 339.564:630
ББК 65.341-551
Л24

*Рекомендовано к изданию
Советом ГГТУ им. П. О. Сухого
(протокол № 10 от 19.06.2018 г.)*

Рецензенты: зав. каф. маркетинга БТЭУ ПК
канд. экон. наук, доц. *Т. Н. Байбардина*;
зав. каф. «Экономика и управление в отраслях»
ГГТУ им. П. О. Сухого канд. экон. наук, доц. *Е. А. Кожевников*

Лапицкая, Л. М.
Л24 Место венчурного финансирования в рамках национальной инновационной системы / Л. М. Лапицкая, О. В. Лапицкая, Я. В. Емельянченко. – Гомель : ГГТУ им. П. О. Сухого, 2018. – 165 с.

ISBN 978-985-535-386-8.

Монография посвящена теоретическим аспектам венчурного финансирования, а также анализу практики венчурного бизнеса, включая такие вопросы, как структура венчурного бизнеса и концепция его функционирования, процедура работы на рынке венчурного капитала, определение потребности в венчурном финансировании для различных стадий развития компании, процедура отбора и анализа фондов, методика оценки инновационных компаний, этические аспекты венчурного финансирования.

Для специалистов, занимающихся проблемами инновационного развития в целом и развитием инновационной венчурной системы в частности, а также преподавателям, магистрантам, молодым ученым, студентам.

**УДК 339.564:630
ББК 65.341-551**

ISBN 978-985-535-386-8

© Лапицкая Л. М., Лапицкая О. В.,
Емельянченко Я. В., 2018
© Оформление. Учреждение образования
«Гомельский государственный технический
университет имени П.О. Сухого», 2018

Оглавление

Введение.....	7
Глава 1. Теоретические аспекты венчурного капитала	8
1.1. Проблемы привлечения инвестиций в инновационный бизнес	8
1.2. Понятие и формы венчурного капитала.....	11
1.3. Рынок венчурного капитала и его роль в развитии экономики	13
1.4. Субъекты рынка институционального венчурного капитала.....	15
Глава 2. Венчурный бизнес и его структура	22
2.1. Место венчурной индустрии в финансировании роста компании.....	22
2.2. Характеристики источников венчурного капитала	24
2.3. Структурирование фондов венчурного капитала	27
2.4. Виды фондов	29
2.5. Прозрачность структуры фондов	31
Глава 3. Концепция венчурного инвестирования.....	36
3.1. Цели индустрии прямого инвестирования в акционерный капитал.....	36
3.2. Типичные сроки и условия работы фонда	39
3.3. Плата за управление.....	40
Глава 4. Процедура работы на рынке венчурного капитала.....	42
4.1. Стадии венчурного инвестирования	42
4.2. Основные правила процесса венчурного инвестирования с позиций его главных участников.....	43
4.3. Выигрыш участников венчурного рынка	47
4.4. Мобилизация капитала и отношения с инвесторами фонда.....	50
4.5. Генерирование потока сделок	54
4.5.1. Маркетинг венчурного фонда	55
4.5.2. Ключевая информация о венчурной фирме.....	56
4.5.3. Методы коммуникации.....	57
4.5.4. Источники сделок	57
4.5.5. Управление потоком сделок.....	60

Глава 5. Потребность в венчурном финансировании	
для различных стадий развития компании	64
5.1. Стартап и первый раунд финансирования	64
5.2. Период развития, или второй раунд.....	64
5.3. Период экспансии, или третий раунд.....	64
5.4. Период роста, или четвертый раунд.....	65
5.5. Выкупы с использованием заемных средств	65
5.6. Ситуации, требующие реструктуризации и оздоровления фирмы	66
5.7. Частное размещение	67
5.8. Публичные предложения и первичные размещения акций.....	67
Глава 6. Оценка инновационной компании и доли в ней венчурного инвестора	69
6.1. Общие подходы к оценке компаний.....	69
6.2. Метод мультипликаторов	70
6.3. Метод дисконтированных денежных потоков	76
6.4. Венчурный метод	80
6.5. Метод реальных опционов.....	81
Глава 7. Отбор и анализ фондов	85
7.1. Поиск и оценка фондов, предлагающих венчурный капитал	85
7.2. Проверка прошлого фонда и управляющей компании	
7.3. Время, требуемое для привлечения венчурного капитала.....	87
7.4. Мифы о венчурном капитале	87
Глава 8. Управление эффективностью венчурного бизнеса	92
8.1. Драйверы стоимости венчурных компаний	92
8.2. Процесс наращивания стоимости компаний.....	95
8.3. Факторы успеха венчурных инвестиций.....	97
8.4. Процесс отбора компаний	100
Глава 9. Инновационный венчурный проект: основные особенности	103
9.1. Понятие и стадии реализации венчурного проекта	103
9.2. Управление инновационными венчурными проектами	104
Глава 10. Моделирование денежных потоков венчурного проекта	110
10.1. Модель принятия инвестиционных решений.....	110
10.2. Формирование денежных потоков инвестиционного проекта и управление ими	113

Глава 11. Основные методы оценки венчурных проектов.....	120
11.1. Метод чистой дисконтированной стоимости.....	120
11.2. Внутренняя норма доходности.....	121
11.3. Метод рентабельности инвестиций.....	122
11.4. Экономическая добавленная стоимость.....	124
11.5. Основные подходы к оценке инновационной технологии.....	125
Глава 12. Неформальный венчурный капитал как финансовый ресурс для начинающих инновационных предпринимателей	129
12.1. Неформальные объединения бизнес-ангелов.....	129
12.2. Функции объединений бизнес-ангелов	130
12.3. Образование региональных инновационных кластеров с участием венчурного капитала	130
Глава 13. Модели партнерства государства в области венчурного капитала	134
13.1. Цели и задачи государственных программ поддержки венчурного капитала	134
13.2. Модели развития венчурной индустрии и эволюция венчурной экосистемы	134
13.3. Элементы венчурной экосистемы	136
13.4. Национальные особенности венчурного бизнеса	137
13.5. Роль государства в развитии модели венчурной индустрии.....	138
Глава 14. Модели и механизмы корпоративного венчурного инвестирования	140
14.1. Сущность корпоративных венчурных инвестиций.....	140
14.2. Корпоративный венчурный проект	145
14.3. Механизмы управления корпоративными венчурными инвестициями	146
14.4. Механизмы контроля, используемые для корпоративного венчурного инвестирования	149
Глава 15. Этические аспекты венчурного финансирования	152
15.1. Деловая этика	152
15.2. Конфликт и приоритеты интересов	153
15.3. Использование посредников.....	154
15.4. Кумовство и блат	155
15.5. Начало инвестиций	155
15.6. Соинвестирование и синдикация.....	156

15.7. Принятие инвестиционных решений.....	156
15.8. Коммерческая тайна и защита информации	157
15.9. Работа с компанией.....	158
15.10. Участие в работе совета директоров	159
15.11. Мониторинг	160
15.12. Инсайдерская информация	160
15.13. Прозрачность сделок.....	160
15.14. Ценовой сговор и трансферт цены	161
15.15. Злоупотребления и коррупция.....	161
15.16. Бизнес-практика	161
Заключение	162
Литература	163

ВВЕДЕНИЕ

Для современного периода экономического развития Республики Беларусь характерна активизация инновационной деятельности в целом ряде отраслей и сфер деятельности и как следствие повышение конкурентоспособности отечественной промышленности. Устойчивое экономическое развитие на основе внедрения инноваций невозможно без наличия эффективно работающего механизма финансирования инновационной деятельности. Традиционно принято выделять три базовых источника финансирования: собственные средства, заемные и привлеченные средства. В силу высокого риска вложений в инновационные предприятия, находящиеся на ранних стадиях развития, эти источники финансирования либо отсутствуют вовсе, либо их недостаточно. Как показывает мировой опыт, для решения проблем финансового обеспечения инновационной деятельности в развитых национальных экономиках давно и успешно применяется венчурное финансирование.

Развитие индустрии венчурного капитала и прямого инвестирования является одним из приоритетных направлений государственной инновационной политики и необходимым условием активизации инновационной деятельности и повышения конкурентоспособности отечественной промышленности.

Достоинства венчурного инвестирования как источника финансирования в сфере малого и среднего инновационного бизнеса очевидны: динамично развивающееся предприятие может получить венчурные инвестиции в том случае, если иные финансовые источники воздерживаются от рискованных вложений.

Венчурное финансирование является, с одной стороны, способом финансирования инновационного вектора экономики, а с другой – инновационной формой предпринимательства. Главная цель венчурного финансирования – объединить финансовые и организационные возможности одних предпринимателей и интеллектуальные ресурсы других в реальном секторе экономики. Такое объединение позволит предпринимателям получить доход.

Развитие венчурного финансирования на территории Республики Беларусь напрямую связано с процессами ее интеграции в мировое экономическое сообщество. Создание новых для нашей республики и гармонизированных с международными стандартами финансовых институтов значительно снизит риски потери капиталов в инновационных секторах и обеспечит их дальнейший рост.

Глава 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

1.1. Проблемы привлечения инвестиций в инновационный бизнес

Если для предприятия вообще роль инвестиций заключается в обеспечении долгосрочного развития, то для малых предприятий инвестиции служат, как правило, толчком к созданию и обеспечивают возможность не только развития, но и выживания. Это связано со специфической природой капитала в малом бизнесе.

Малое предприятие более динамично, чем крупное, и обладает большей стратегической гибкостью. Оно не вступает в открытую конкуренцию с уже действующими на рынке компаниями, а, как правило, находит свою рыночную нишу. Поэтому малому предприятию обычно требуется меньший объем инвестиций, чем крупной компании.

Малое предприятие менее стабильно, чем крупное. Простое запаздывание с оплатой счетов покупателями может стать для него жизненно важным. Поэтому своевременное получение требуемого объема инвестиций обеспечит необходимую устойчивость и создаст предпосылки к росту.

Для инновационного бизнеса многие из возможных источников финансирования инвестиций оказываются недоступны. Эта проблема в экономической литературе получила название «долина смерти» и схематически показана на рис. 1.1.

Причина возникновения «долины смерти» заключается в том, что предприниматели и инвесторы ориентируются в большинстве на близкий результат. Разработчики ориентированы на получение «научного результата, никак не привязанного к его практическому применению в сфере производства».

Проблема преодоления «долины смерти» возникает на ранних стадиях реализации инновационного проекта, когда компания переходит от создания прототипа нового продукта или технологии к стадии коммерческого освоения. На этой стадии неопределенность и, соответственно, риск инвестирования очень высоки, причем одновременно действует большое количество факторов как коммерческого, так и технического риска.

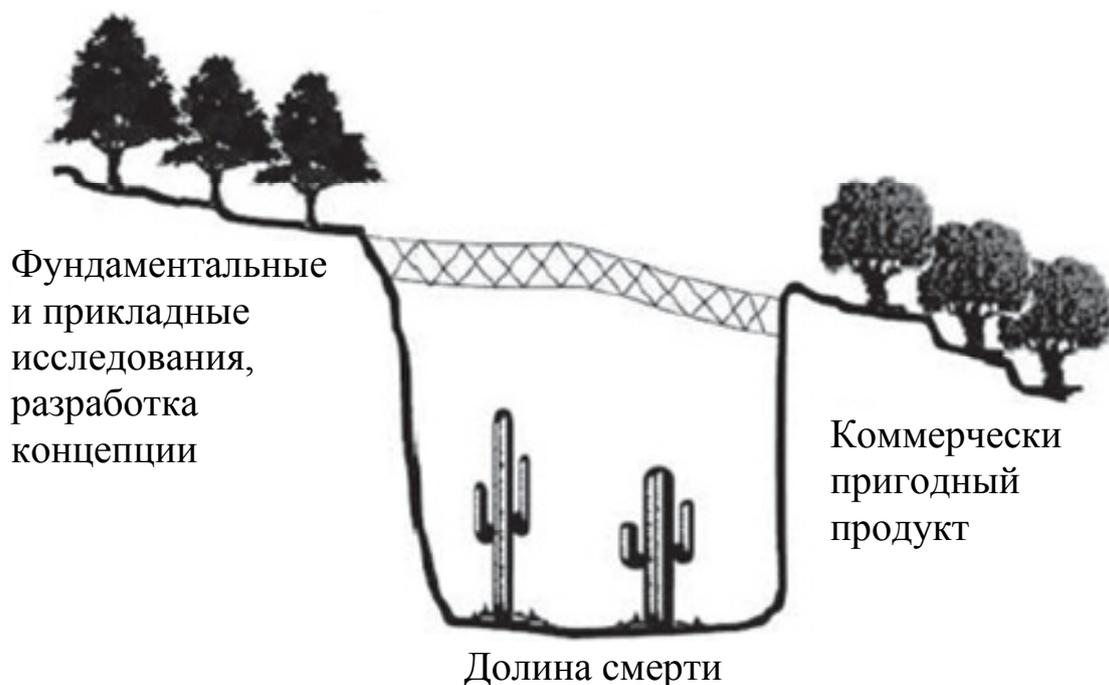


Рис. 1.1. «Долина смерти»

К проблемам, обусловленным коммерческими факторами, относится риск непринятия нового продукта (технологии) рынком. Эта проблема достаточно подробно освещена в литературе. В частности, Э. Роджерс еще в 1962 г. исследовал **диффузию инноваций** – процесс, посредством которого нововведение передается по коммуникационным каналам между членами социальной системы во времени. Он обнаружил, что большая часть графиков принятия инноваций членами общества напоминает стандартную колоколообразную кривую (нормальное распределение), разделенную на пять частей. Э. Роджерс дал название каждому сегменту, основываясь на стандартных девиациях, и примерную оценку для каждого из них:

1. *Новаторы (2,5 %)* – наиболее образованная и готовая рисковать часть общества. Новаторы активны в поиске источников информации, способны понимать и применять комплексные технические знания, не боятся провалов. Как правило, к новаторам относятся сами исследователи, которые могут стать основателями инновационных стартапов, на их энтузиазме компания развивается на первом этапе своего существования.

2. *Ранние последователи (13,5 %)*. К ним относятся социальные лидеры, которые стремятся использовать новые технологии, чтобы внедрить новинку в общество. Они рискованны, нечувствительны к цене и обеспечивают начальный период развития стартапов.

3. *Раннее большинство (34 %)* – это широкие слои населения, которые склонны принять новый продукт, однако достаточно осмотрительные и не стремятся быть первыми. Именно для того, чтобы вывести инновационный стартап на такой рынок, нужны существенные инвестиции, и здесь возникает проблема преодоления «долины смерти».

4. *Позднее большинство (34 %)*. Эта группа потребителей обычно имеет достаточно низкий социальный статус, они очень чувствительны к ценовой политике и принимают инновации под давлением большинства. Для проникновения на этот рынок нужны масштабные инвестиции.

5. *Отстающие (16 %)*. Эти потребители традиционны, очень подозрительны к инновациям, не являются лидерами, имеют узконаправленные взгляды.

На более ранних стадиях развития инновационный бизнес может пользоваться поддержкой государства через специально созданные для этой цели организации инновационной инфраструктуры.

Традиционно считается, что источником финансирования высокотехнологичных малых фирм на ранней стадии является венчурный капитал. Как правило, ранняя стадия технологического развития финансируется корпорациями, бизнес-ангелами, в некоторых случаях – государством. Роль государства должна прежде всего заключаться не в прямом финансировании предпринимательских инновационных проектов, а в создании благоприятных условий для продвижения технологии к стадии коммерчески реализуемого продукта. Государство может выступать в качестве:

- организатора поиска партнера по технологическому альянсу;
- участника организации экспертизы возможного продвижения технологической продукции на рынок;
- организатора совместного с промышленностью процесса консультирования и управления ранней стадией развития технологии;
- проводника интересов государства и общества при выборе поддерживаемой тематики, обеспечивающего ее корреляцию с национальными приоритетами;
- соинвестора процессов продвижения технологии и технологического трансфера.

1.2. Понятие и формы венчурного капитала

По определению Национальной ассоциации венчурного капитала США, «**венчурный капитал** – это финансовые ресурсы, предоставляемые профессиональными инвесторами, которые инвестируют в молодые, быстро растущие компании, обладающие потенциалом преобразования в компании, вносящие значительный вклад в экономику. Венчурный капитал является важным источником собственных средств для начинающих компаний».

Венчур – это особые экономические отношения, при которых ключевую роль в успехе компаний играет участие инвестора в управлении и передаче основателям компании опыта ведения бизнеса, полезных связей и навыков. Именно такие «умные» инвестиции и помогают молодым компаниям пройти через «долину смерти» – период, когда само существование компании находится под вопросом.

Венчурные инвесторы приобретают пакет акций компаний, в которые они вкладывают средства. Эти инвестиции являются долгосрочными (обычно от 5 до 10 лет). Венчурные капиталисты не требуют полного контроля над компанией и не заинтересованы в выплате дивидендов. Венчурное инвестирование основано на принципах поэтапности финансирования, беспроцентности предоставляемых средств, терпеливости к росту предприятия, тесного сотрудничества между венчурными капиталистами и создаваемыми с их участием предприятиями.

Хотя венчурные инвесторы осуществляют прямые инвестиции, само венчурное финансирование может предоставляться в различных формах:

- обыкновенные акции;
- привилегированные акции;
- кредит;
- гибридные инструменты.

Венчурный капитал, сочетая в себе различные формы капитала (акционерного, ссудного и предпринимательского), выступает посредником в отношениях инвесторов и компаний, нуждающихся в финансировании (рис. 1.2).

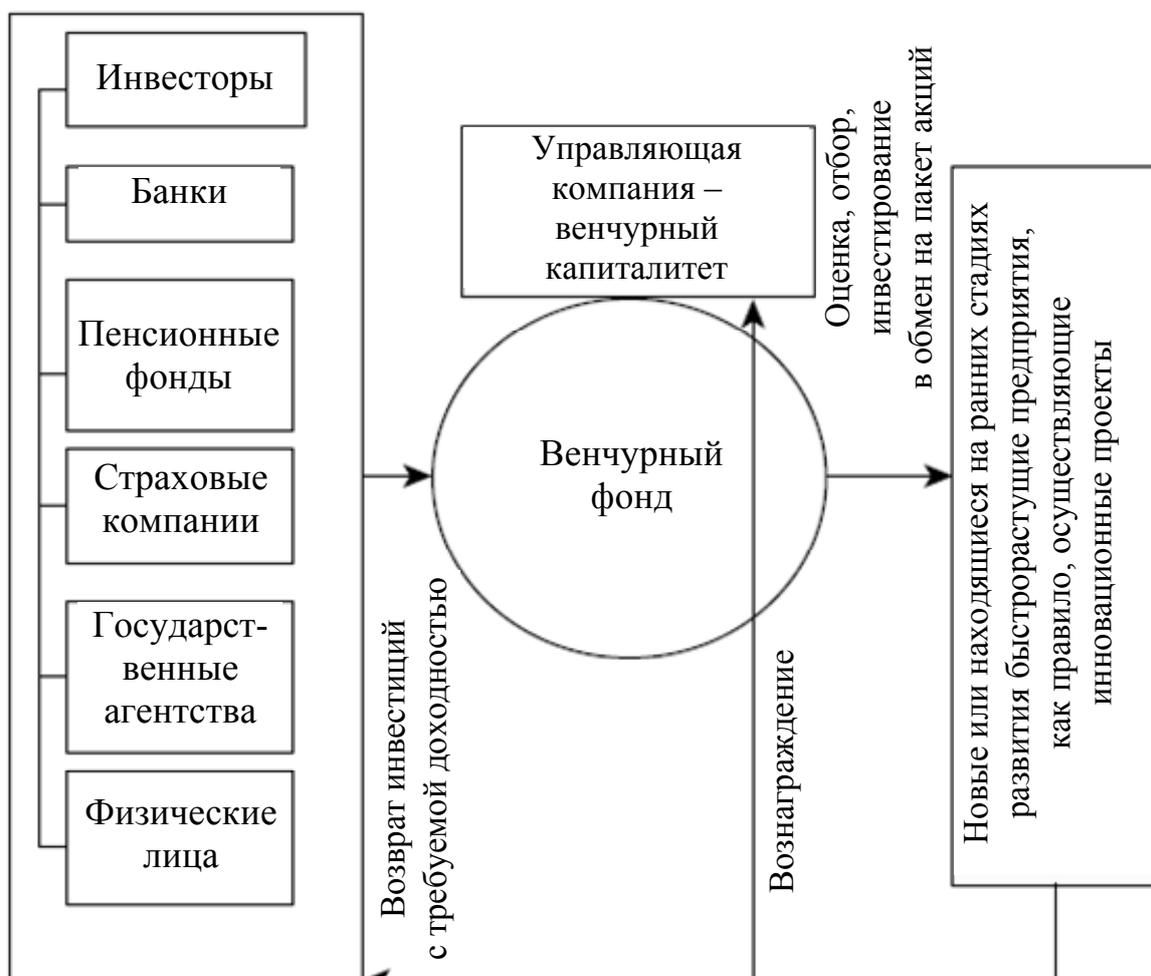


Рис. 1.2. Организация венчурного инвестирования

Будучи по сути прямыми инвестициями, венчурные инвестиции обладают специфическими особенностями, позволяющими отделить их от других видов инвестиций. Эти особенности заключаются в следующем:

1. Венчурные инвесторы (венчурные капиталисты) выступают как *финансовые посредники*, привлекая капитал инвесторов и вкладывая его непосредственно в акции компаний, входящих в их портфель.

2. Венчурные инвесторы вкладывают средства только в *частные компании, не котирующиеся на фондовом рынке*.

3. Венчурные инвесторы играют *активную роль* в управлении компаниями, оказывая им необходимую помощь, а также осуществляют мониторинг их деятельности.

4. Основной доход венчурные инвесторы извлекают при *выходе* из капитала финансируемых компаний, осуществляемом путем продажи своей доли стратегическим инвесторам либо на фондовом рынке

(если компания выходит на фондовый рынок через процедуру первоначального публичного предложения акций).

5. Венчурные инвесторы руководствуются учредительским подходом к прибыли компаний, вкладывая средства в их *органический (внутренний) рост*.

6. Для уменьшения риска венчурные инвесторы осуществляют инвестиции в финансируемые ими компаниями *поэтапно*.

1.3. Рынок венчурного капитала и его роль в развитии экономики

Рынок венчурного капитала может быть подразделен на три сегмента:

- «Классический» или институциональный венчурный капитал.
- Неформальный венчурный капитал (бизнес-ангелы).
- Корпоративный венчурный капитал.

Характеристики и отличительные черты этих сегментов приведены в табл. 1.1.

Таблица 1.1

**Основные характеристики трех сегментов
рынка венчурного капитала**

Характеристика	Институциональный венчурный капитал	Бизнес-ангелы	Корпоративный венчурный капитал
Источники финансовых ресурсов	Преимущественно институциональные инвесторы (венчурные фонды, инвестиционные фонды, страховые компании), выступающие в роли партнеров с ограниченной ответственностью	Преимущественно частные инвесторы, вкладывающие собственные средства	Крупные корпорации, выделяющие часть бюджета на высокорискованные инновационные проекты
Форма организации	Партнерство с ограниченной ответственностью (limited partnership)	Частное предпринимательство, иногда – ассоциации	Подразделение (или дочерняя компания) крупной корпорации

Характеристика	Институциональный венчурный капитал	Бизнес-ангелы	Корпоративный венчурный капитал
Особенности инвесторов	Профессиональные инвесторы, большие инвестиционные возможности, тщательная процедура отбора	Инвесторы, специалисты, менеджеры крупных компаний; ограниченные инвестиционные возможности; упрощенная процедура отбора	Технологически ориентированные инвесторы; большие инвестиционные возможности; тщательная процедура отбора
Мотивы для инвестирования	Рост ценности акционерного капитала	Рост личного благосостояния	Стратегическое развитие корпорации
Мониторинг и контроль	Формальные процедуры мониторинга и контроля	Неформальные процедуры мониторинга и контроля	Мониторинг и контроль в рамках корпоративных регламентов

Почему венчурный капитал так важен для инновационного развития экономики? Это объясняется следующими факторами:

Во-первых, венчурный бизнес играет роль вехи, отмечающей наиболее перспективные направления технологического развития. Привлечение венчурного капитала служит сигналом для банков, крупных корпораций, государства, о возможности получения высокой доходности от объектов инвестирования. Таким образом, происходит перераспределение совокупного капитала в пользу наиболее перспективных отраслей экономики.

Во-вторых, венчурный капитал стимулирует конкуренцию, подталкивая корпорации к увеличению инновационной активности. Это в конечном счете повышает инновационную способность и конкурентоспособность экономики в целом.

В-третьих, венчурный бизнес формирует новые представления о ценностях и деловой этике, новые модели организации деятельности. Возрастает значение личной инициативы, творчества. Особое значение приобретает мотивация на начальных стадиях, не связанных с получением прибыли. Примером таких новых моделей организации бизнеса служит внутренний венчур в корпорациях, который будет рассмотрен в других разделах.

В четвертых, создается инвестиционный механизм, адекватный потребностям быстрого развития на базе революционных изменений в технологии. Этот механизм, несмотря на свою сложность, обладает необходимой гибкостью, чтобы быстро реагировать на инновации.

1.4. Субъекты рынка институционального венчурного капитала

На рынке институционального венчурного капитала действуют профессиональные финансовые посредники, привлекающие финансовые ресурсы пенсионных фондов, банков, страховых компаний и других финансовых институтов и инвестирующие их в предпринимательские структуры. Для этих целей создаются *венчурные фонды*, которыми и управляют профессиональные инвесторы – венчурные капиталисты.

Как правило, за рубежом венчурные фонды создаются в форме партнерств с ограниченной ответственностью, имеющих ограниченную продолжительность существования (обычно не более десяти лет). Такие партнерства не являются юридическими лицами (это позволяет избежать двойного налогообложения, а также значительно упрощает процедуру регистрации и другие юридические процедуры). Тот же принцип был взят на вооружение и при создании венчурных фондов с участием государства в России.

В качестве *генерального партнера* принимающего инвестиционные решения и организующего венчурный фонд, выступает управляющая компания (УК) – фирма венчурного капитала. Как правило, эффективно работающие фирмы венчурного капитала управляют несколькими последовательно создаваемыми, но параллельно работающими венчурными фондами. Генеральные партнеры инвестируют в компании, приобретая долю в их уставном капитале. Во многих случаях генеральные партнеры создают дочерние компании, выполняющие функции бэк-офиса и работающие с конкретными венчурными фондами.

Партнеры с ограниченной ответственностью – это, как правило, институциональные инвесторы, среди которых преобладают пенсионные фонды, страховые компании и банки. Однако в качестве таких партнеров могут выступать и другие организации (корпорации), если они не создают собственные венчурные фонды, попечительские советы и фонды университетов, физические лица и др. В последние годы в роли

партнеров с ограниченной ответственностью в европейских странах все чаще выступают агентства, уполномоченные государством размещать бюджетные средства в целях стимулирования инновационной активности стран в целом или отдельных регионов и отраслей.

Схема функционирования венчурного фонда показана на рис. 1.3.

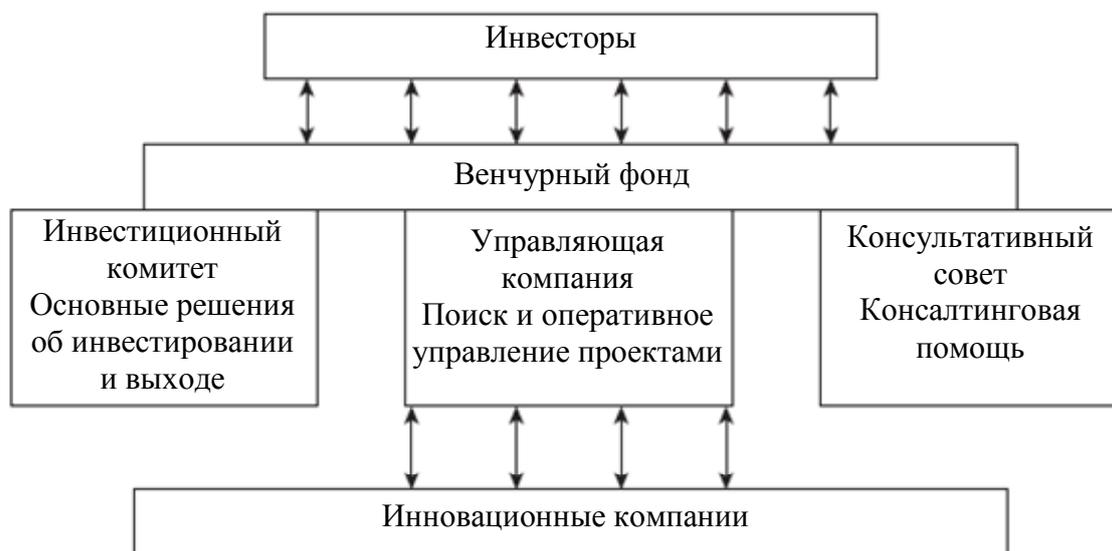


Рис. 1.3. Схема функционирования венчурного фонда

Преимуществом партнерства с ограниченной ответственностью, по сравнению с другими организационно-правовыми формами, является его налоговая прозрачность – отсутствие «двойного налогообложения», когда налоги выплачиваются лишь партнерами при получении ими дохода, а само партнерство налогами не облагается на уровне юридического лица.

Немаловажное значение имеет и организационная гибкость, позволяющая прописать все условия управления фондом на уровне договоров, которые могут варьироваться в зависимости от пожеланий партнеров. Это позволяет юридически закрепить правила управления таким образом, чтобы каждая из сторон (инвесторы и венчурный капиталист) была заинтересована в достижении общей конечной цели – получения максимального количества прибыли на «выходе». Подобные договоры позволяют защитить каждого участника от ошибочных или некорректных действий противоположной стороны.

Иногда для контроля за деятельностью УК со стороны представителей инвесторов может создаваться инвестиционный комитет фонда. В этом случае решения инвестиционного комитета для УК обязательны, и он утверждает все ее основные решения: выбор объек-

тов инвестиций, объем выделяемых средств, время и порядок «выхода», раздел прибыли. Полномочия между инвестиционным комитетом и управляющей компанией разграничиваются по договоренности между сторонами и закрепляются в документах.

В процессе работы венчурного фонда при нем может создаваться консультативный совет, состоящий из экспертов по отраслям, интересующим фонд, или же специалистов по венчурному инвестированию. Участие известных в венчурном бизнесе лиц в консультативном совете существенно повышает репутацию венчурного фонда.

При создании фонда («закрытии подписки») партнеры с ограниченной ответственностью берут на себя обязательство предоставлять определенный объем финансовых ресурсов в конкретные сроки (график утверждается генеральным партнером по согласованию с инвесторами) или по требованию генерального партнера. Такое обязательство называется **коммитментом**. В тот момент времени, когда генеральному партнеру необходимы средства для очередного раунда финансирования компании, входящей в портфель, он направляет инвесторам требование сделать платеж в счет коммитмента. Таким образом решается несколько проблем:

- у фонда отсутствует проблема размещения свободных средств;
- деньги инвесторов не замораживаются на несколько лет;
- генеральный партнер обеспечивает высокую доходность инвестиций.

Генеральный партнер обычно также инвестирует в венчурный фонд, однако доля таких инвестиций в общем объеме незначительна – как правило, не более одного процента от всего подписанного капитала.

На этапе, когда круг инвесторов уже определен, составляется инвестиционный меморандум, в котором четко прописывается порядок создания и функционирования фонда, права и обязанности каждой стороны, механизм разрешения споров. Инвестиционный меморандум не является юридически обязывающим документом, хотя после его согласования всеми сторонами отступать от него уже не принято. Часто этот документ имеет конфиденциальный характер.

После составления инвестиционного меморандума наступает фаза подписания юридических документов о правах и обязанностях сторон и объемах commitments. Завершение этого этапа называется closing, или закрытие фонда.

Закрытие фонда – это окончание этапа сбора средств, а не прекращение деятельности венчурного фонда. Closing лишь открывает процесс инвестиционной деятельности фонда.

После того как УК инвестирует все средства фонда, она, как правило, создает новый фонд, чтобы продолжать инвестировать в компании – венчуры, уже находящиеся в ее портфеле, либо искать новые, потенциально прибыльные проекты. Обычно генеральный партнер создает новый фонд каждые 3–5 лет, обращаясь как к уже существующим партнерам с ограниченной ответственностью, так и привлекая новых (рис. 1.4).

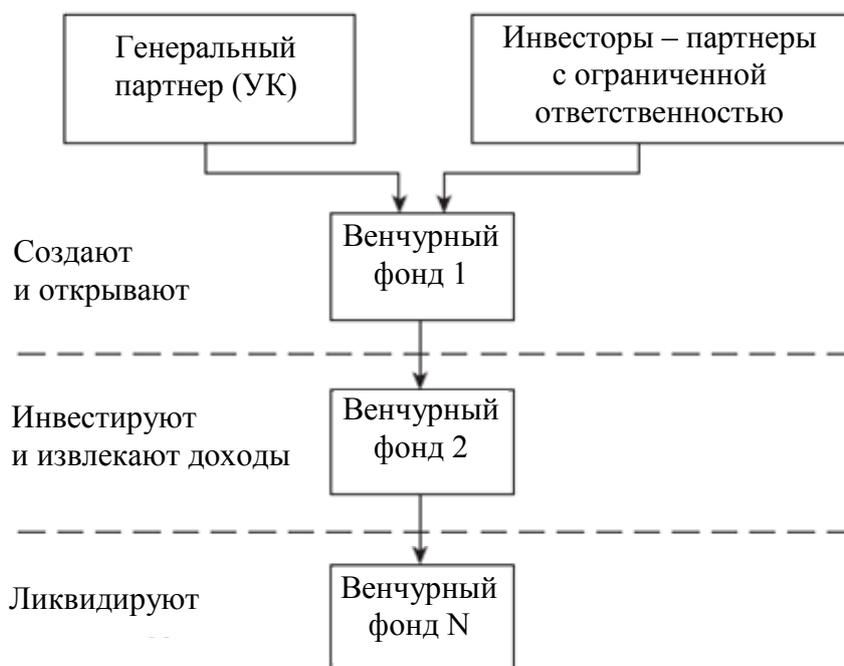


Рис. 1.4. Стадии формирования венчурных фондов

Как показали данные исследования европейских венчурных фондов, партнеры с ограниченной ответственностью подходят к выбору фирмы венчурного капитала с той же тщательностью, с которой последняя подходит к отбору компаний в свой портфель, опираясь на следующие критерии:

- объемы ресурсов и доходность венчурных фондов, находившихся под управлением фирмы венчурного капитала ранее;
- вхождение фирмы венчурного капитала в течение определенного периода времени в верхнюю часть рейтингов, составляемых специализированными агентствами и организациями (Национальная ассоциация венчурного капитала США, Европейская ассоциация венчурного капитала, база данных Venture Economics и др.);
- репутация фирмы венчурного капитала среди предпринимателей, прибегавших к их услугам, либо в предпринимательском сообществе в целом;

- профессиональная квалификация сотрудников фирмы венчурного капитала;
- условия, на которых организуется фонд (вознаграждение фирме венчурного капитала, сроки существования фонда, график инвестирования, ожидаемая доходность);
- собственная стратегия диверсификации инвестиционного портфеля.

Если инвестиции в конкретный проект оказываются успешными, фирма венчурного капитала в благоприятный момент времени продает свою долю в уставном капитале компании, обеспечивая партнерам с ограниченной ответственностью требуемую доходность на инвестиции (в успешных проектах эта доходность, как правило, намного выше средней рыночной ставки доходности). После этого, если срок жизни фонда еще не истек и не все средства инвестированы, она ищет новый объект для вложения.

Управляя ресурсами фонда, генеральный партнер получает от партнеров с ограниченной ответственностью взносы, позволяющие ему осуществлять свою текущую деятельность. Кроме того, фирма венчурного капитала получает вознаграждение по итогам своей деятельности в виде доли от прибыли фонда при его ликвидации. Денежные потоки при венчурном инвестировании распределяются так, как показано на рис. 1.5, что позволяет трактовать венчурных инвесторов как финансовых посредников между институциональными инвесторами и предприятиями, нуждающимися в финансировании.

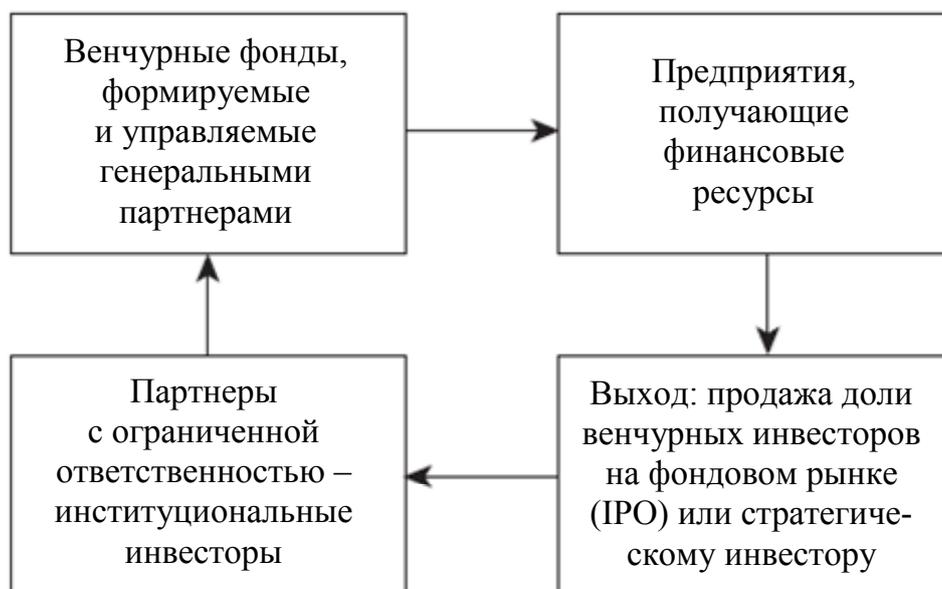


Рис. 1.5. Финансовые потоки при венчурном инвестировании

К венчурным капиталистам довольно часто также относят и *бизнес-ангелов*. Их действия во многом схожи с действиями венчурных инвесторов, однако бизнес-ангелы отличаются от венчурных капиталистов тем, что инвестируют собственные средства, в то время как фирмы венчурного капитала размещают средства институциональных инвесторов. Можно выделить две крайние категории бизнес-ангелов, между которыми существует несколько промежуточных градаций.

Индивидуальные инвесторы, обладающие значительным личным состоянием и вкладывающие средства, как правило, в бизнес своих знакомых или родственников. Они могут также действовать через консультантов, подыскивающих им наиболее перспективные проекты, но решения об инвестировании принимают самостоятельно.

Ассоциации лиц, которые, как правило, сами являются предпринимателями в определенной отрасли экономики или смежных с ней отраслях. Поскольку принимаемые ими инвестиционные решения оказывают положительное влияние на их собственный бизнес, такие инвесторы могут осуществлять инвестиции меньшего размера и с меньшей доходностью, чем классические венчурные капиталисты. Они также уделяют большее внимание ранним стадиям существования инновационных предприятий, позволяя им преодолеть так называемую «долину смерти». Одна из возможных схем деятельности такой ассоциации представлена на рис. 1.6.



Рис. 1.6. Схема взаимоотношений бизнес-ангелов и предпринимателей

Хотя бизнес-ангелы обычно не афишируют свою деятельность, по некоторым оценкам, объем таких инвестиций не уступает объему формального венчурного капитала.

Вторая характеристика венчурного инвестирования определяет его как инвестирование *исключительно в частные компании*. Это компании, акции которых не могут торговаться на фондовых биржах или альтернативных площадках, что предполагает их закрытость.

Поэтому очень часто венчурные инвесторы для снижения рисков, связанных с закрытостью, инвестируют только в те сектора, в которых являются специалистами.

Закрытость инвестируемых компаний, с одной стороны, является конкурентным преимуществом венчурных капиталистов, поскольку они обладают инсайдерской информацией. С другой стороны, она обуславливает больший риск инвестирования и более высокую требуемую ставку доходности.

Глава 2 ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС И ЕГО СТРУКТУРА

2.1. Место венчурной индустрии в финансировании роста компании

Сфера производственно-финансовых отношений, на которую распространяются операции по «венчурному финансированию», определяется в разных странах по-разному. В США эту сферу часто ограничивают лишь ранними стадиями создания нового бизнеса и инвестициями в высокие технологии. Европейская ассоциация венчурного капитала (EVCA) так определяет венчурное финансирование: «Акционерный капитал, предоставляемый профессиональными фирмами, которые инвестируют, одновременно принимая участие в управлении, в частные предприятия, демонстрирующие значительный потенциал роста, в фазах их начального развития, расширения и преобразования». Британская ассоциация венчурного капитала (BVCA) делает упор на среднесрочный и долгосрочный прирост капитала от венчурных инвестиций в некотируемые на фондовом рынке акции компаний, обладающих потенциалом роста, при этом более значительный, чем в других сферах инвестирования прирост капитала должен компенсировать риски и неликвидность венчурных инвестиций. В США и Западной Европе для обозначения прямых инвестиций используют либо понятие «venture capital», либо «private equity».

Под «private equity» в Западной Европе понимают то же, что и под понятием «venture capital», но расширяют последнее понятие, дополнительно включая в него так называемые выкупы (контрольного) пакета акций за счет заемных средств (LBO).

В США в понятие «private equity» вкладывают иное содержание – это любые прямые инвестиции, за исключением венчурных инвестиций, которые в понятие «private equity» не входят и обозначаются как собственно «venture capital».

Различия в толковании «private equity» являются причиной несопоставимости американской и западноевропейской статистики по венчурному финансированию. В США LBO в статистику по венчурному финансированию не включаются, а в отчетах по европейскому рынку EVCA – включаются.

Венчурный бизнес понимается как предпринимательская деятельность, в рамках которой капитал подвергается рискам убытков, но инвестируется в расчете на существенную прибыль. Термином «венчурный» стали обозначать как способ и форму финансирования, так и молодую недавно образованную компанию, привлекающую венчурное финансирование для своего бизнеса из внешнего источника.

Венчурный бизнес, который обеспечивает приток частных средств в малые развивающиеся инновации компании и в обмен на высокие риски делает возможным высокую доходность для инвесторов, доказал эффективность института венчурного инвестирования в развитых странах как одного из действенных инструментов реализации инновационной модели роста.

Традиционно принято различать четыре способа финансирования роста компаний:

- Долговое финансирование (в том числе лизинговое).
- Инвестиции в акционерный капитал.
- Финансирование за счет собственных средств компании.
- Финансирование из государственных источников.

Не останавливаясь на вопросе о том, насколько такое деление на способы финансирования роста является удачным, определим место венчурного финансирования среди указанных четырех способов. В первую очередь это инвестиции в акционерный капитал.

Венчурное финансирование в тех или иных пропорциях может включать в себя долговое финансирование, и, частично, финансирование из государственных источников. Тем не менее основной упор делается на инвестиции в акционерный капитал с определенным участием в реализации проекта.

Инвестиции в акционерный капитал (инвестиции в акции и конвертируемые в акции ценные бумаги), как известно, могут быть двух типов:

- Биржевые (или портфельные).
- Внебиржевые (или прямые).

Водораздел между венчурными и всеми прочими внебиржевыми (прямыми) инвестициями в акционерный капитал принято проводить по признаку наличия либо отсутствия так называемого контролирующего (стратегического) участия инвесторов в реализации проекта. Венчурный инвестор, с целью уменьшения риска нецелевого использования инвестиций, в качестве обязательного условия внебиржевого (прямого) финансирования (осуществляемого без обеспечения) в

большинстве случаев требует вхождения одного или нескольких своих представителей в состав совета директоров реализующего проект предприятия и получает определенные дополнительные права в области корпоративного управления, которых может не быть у остальных акционеров.

Таким образом, специфическая «ниша» венчурного финансирования – это внебиржевые (прямые) инвестиции в акционерный капитал, с уровнем риска, уменьшенным за счет вхождения представителей инвестора в совет директоров реализующего проект предприятия (что позволяет активно участвовать в управлении предприятием – «держать руку на пульсе»).

Учитывая такую активность венчурных инвесторов, финансирование венчурным капиталом рассматривается не просто как финансы, а как нечто большее, включающее привлечение венчурным инвестором своего опыта, связей в мире бизнеса и не поддающегося формализации менеджерского ноу-хау, и поэтому венчурные инвестиции зачастую называют «умные деньги».

Возможно деление венчурного финансирования на рынки формального и неформального венчурного капитала:

- К первым относят такие институциональные образования, как венчурные фонды и компании венчурного капитала.
- Ко вторым можно отнести индивидуальных инвесторов (так называемых бизнес-ангелов).

В США неформальные венчурные инвесторы, хотя и инвестируют в компанию обычно в меньших объемах, чем формальные венчурные инвесторы, однако они инвестируют на более ранних этапах, причем чаще всего – в те проекты, которые ни при каких условиях не станут финансировать формальные инвесторы, в первую очередь из-за высоких издержек на различные экспертизы и накладных расходов.

2.2. Характеристики источников венчурного капитала

Для начала попробуем провести разграничение между понятиями «венчурного» и «невенчурного» капитала.

Невенчурный капитал:

- Выдача банковских кредитов и приобретение облигаций.
- Торговля акциями или облигациями на бирже.
- Инвестиции в готовую недвижимость.

Венчурный капитал:

- Покупка доли в частной компании, начинающей производство нового продукта или планирующей резкий рост.
- Покупка работающего бизнеса.
- Создание группы партнеров для инвестирования в старт малого бизнеса (в том числе в качестве бизнес-ангела).
- Заем, предоставленный члену семьи для начала нового бизнеса.
- Работа подразделения банка, финансирующего малый бизнес.
- Деятельность инвестиционной компании, приобретающей первые выпуски новых акций на публичном рынке или так называемые «мусорные облигации».

Таким образом, венчурной может считаться любая рискованная инвестиция вне зависимости от ее структурирования, когда инвестор в значительной степени вовлечен в бизнес инвестируемой компании как бизнес-партнер, старающийся добавить инвестируемой компании стоимость.

Источники венчурного капитала. Компании, выступающие в качестве источников венчурного капитала, могут быть охарактеризованы:

- типом капитала;
- типом собственности и аффилированностью.

По *типу капитала* можно различать источники, которые используют для инвестирования капитал, заимствованный у других частных источников или у государства, и источники, которые полностью состоят из акционерного капитала и не используют заемные средства.

Источники венчурного капитала, использующие долговое финансирование, как правило, осуществляют инвестиции в форме займов или конвертируемых долговых обязательств.

Источники, построенные на акционерном капитале, как правило, также инвестируют в капитал и рассчитывают на возврат только в момент выхода из инвестиций.

По *типу собственности и аффилированности* источники можно подразделить на семейные, за которыми стоит богатый человек или семья, и институциональные (профессиональные) инвестиционные организации.

Семейные источники венчурного капитала. Некоторые из источников семейного венчурного капитала выделились из семейного бизнеса и являются «рудиментами» прежних форм организации венчурного бизнеса. Семейные и индивидуальные источники венчурного капитала иногда достигают существенных размеров. Большинство

семейных источников венчурного капитала управляются профессиональными менеджерами, которые были наняты семьями.

Часто семейный венчурный капитал заинтересован в контроле бизнеса, в который он инвестирует. В связи с этим в некоторых случаях не управляемый профессионалами семейный венчурный капитал может стать непростым партнером для ищущего венчурный капитал предпринимателя и ограничить возможности роста.

Институциональные источники венчурного капитала. Процессы институционализации венчурного бизнеса начались лишь в 1950–1960-х гг. В настоящее время в мире имеется несколько тысяч институциональных источников венчурного капитала. Большинство институциональных источников имеет форму корпораций или партнерств и управляется профессиональными менеджерами, как и любые корпорации.

В число институциональных источников венчурного капитала входят:

Публичные компании. Ряд инвестиционных компаний, работающих в области венчурного капитала, являются публичными, и их акции торгуются на биржах, что является признаком хорошей репутации. Часть из них инвестируют в форме долга, другие инвестируют в акционерный капитал. Характерным для публичных компаний венчурного капитала является их размер – как правило, их капитализация выше, чем у большинства других фондов. Поэтому, если требуется значительный объем венчурного капитала, есть смысл начать поиски финансирования с публичных компаний.

Частные компании. Большая часть компаний венчурного капитала, в том числе и крупных, являются частными. Основная часть капитала поступает к ним от ограниченного числа инвесторов – пенсионных фондов и страховых компаний, которые размещают часть своих активов, с целью использования для венчурных инвестиций, в партнерствах с ограниченной ответственностью. Управляющая компания фонда является в таком партнерстве генеральным партнером, а организации – источники капитала являются партнерами с ограниченной ответственностью.

Компании, связанные с банками. Многие банки создали управляющие компании и фонды для инвестирования в акционерный капитал компаний малого бизнеса. Такого рода компании позволяют банкам обойти ограничения банковского законодательства, которое в большинстве стран не позволяет им владеть долей в капитале малого

бизнеса. Крупные банки имеют большие дочерние подразделения, работающие в области венчурного инвестирования. В большинстве банков кредитный и венчурный бизнес между собой формально не связаны, и организационно они также оформлены отдельно, поэтому, если требуется одновременно осуществить инвестиции в форме капитала и долга, не стоит специально для этого ориентироваться на компании, связанные с банками.

Большие корпорации. В последние годы создание компаний венчурного капитала при больших корпорациях было менее распространено, и обычным для них являлось инвестирование через участие в венчурных фондах. При этом большие корпорации, как правило, становятся одним из инвесторов наряду с другими инвесторами профессионально управляемых венчурных фондов. Некоторые предприниматели болезненно относятся к инвестициям в их малый и средний бизнес со стороны больших корпораций, потому что опасаются, что в случае успеха большая корпорация попытается выкупить бизнес в момент, который не будет оптимальным для продажи с точки зрения предпринимателя.

2.3. Структурирование фондов венчурного капитала

Во всем мире при структурировании фондов венчурного капитала возникают примерно одинаковые проблемы в области гражданского права и налогообложения. В актах национальных законодательств обычно трудно отыскать оптимальные решения возникающих проблем. Оптимальное структурирование венчурного фонда зависит от требований к структурированию фонда и сделок фонда, предъявляемых инвесторами и к инвесторам в стране или странах, в которых будет осуществляться инвестирование и из которых будет осуществляться управление фондом.

Структурируя венчурный фонд, управляющая компания либо участник фонда преследуют несколько целей, из которых к основным можно отнести следующие:

1. *Ограничение ответственности.* Инвесторы – партнеры с ограниченной ответственностью – захотят гарантий того, что их ответственность за судьбу фонда действительно ограничена их долей в инвестициях в фонд, поскольку в качестве ограниченных партнеров они не будут играть активной роли в управлении инвестициями.

2. *Исключение дополнительного уровня налогообложения.* Главное требование заключается в том, чтобы избежать двойной уплаты налогов:

– при получении фондом дивидендов или процентов от портфельной компании или прироста стоимости капитала при выходе из инвестиций;

– при осуществлении инвесторами своих инвестиций в фонд.

По этой причине обычно необходимо, чтобы фонд был прозрачен для налогообложения. Общий принцип звучит так: инвестор, инвестирующий через венчурный фонд, не должен что-то терять по сравнению с инвестором, инвестирующим в тот же самый объект самостоятельно. В некоторых случаях можно ставить и более честолюбивую задачу: инвестор, инвестирующий через фонд, должен в чем-то выигрывать по сравнению с инвестором, инвестирующим самостоятельно.

3. *Пригодность для любых инвесторов.* Обычно желательно иметь единую структуру фонда для любых инвесторов из разных стран: освобожденных от налогов пенсионных фондов, страховых компаний, банков, производственных или торговых компаний либо частных лиц любой юрисдикции. Это не всегда возможно из-за противоречивых требований в области налогообложения или торговли, но стремиться к этому следует.

В тех случаях, когда иметь один фонд для всех инвесторов нежелательно, можно для инвесторов определенной категории создать промежуточный фонд, который затем будет осуществлять инвестиции в основной фонд; либо можно создать параллельные фонды, которые будут осуществлять инвестиции вместе с основным фондом.

Инвесторам, затрудняющимся в выборе подходящего фонда, можно предложить осуществлять самостоятельные инвестиции параллельно с определенным фондом – возможно, через ту же управляющую компанию, которая является номинальным держателем акций этого фонда, при условии, что инвесторы не обладают правом распоряжаться этими акциями, а лишь только следуют в своих действиях за фондом.

4. *Минимальное налогообложение платы за управление фондом.* Если возможно, плата за управление фондом должна быть структурирована так, чтобы минимизировать воздействие на фонд невозмещаемого налога на добавленную стоимость. Помимо этого ни фонд, ни инвесторы не должны платить налогов с тех сумм от дохода и прироста капитала фонда, которые идут на оплату управления фондом.

5. *Удерживаемое вознаграждение с минимальным налогообложением.* Удерживаемое вознаграждение обычно рассматривается как

доля участия в фонде, хотя его вполне можно рассматривать как премию за управление фондом.

С одной стороны, фонд должен минимизировать налогообложение самого фонда. С другой стороны, фонд также должен минимизировать налогообложение управляющих как частных лиц или управляющей компании, которые получают вознаграждение за управление фондом. Этого легче всего достичь, если рассматривать удерживаемое вознаграждение как долю участия в фонде.

6. Предложение об участии в фонде надлежащим инвесторам. Во многих странах приняты законы о маркетинге, которые ограничивают возможность предложений принять участие в фондах, в зависимости от организационно-правовой формы фонда и от того, каких инвесторов фонд стремится привлечь. Поскольку ограничения по этим параметрам могут быть различными, необходимо выбирать такую организационно-правовую форму фонда, которая позволяет целенаправленно предлагать участие в нем конкретным инвесторам. Это особенно важно в случаях, когда предложения об участии в фонде предполагается направлять индивидуальным лицам.

7. Простота в управлении. Организационно-правовая форма должна быть проста для управления, но в той степени, в какой это совместимо с ранее рассмотренными целями. Если они окажутся несовместимыми, то придется взвесить, что выгоднее: иметь организационно-правовую форму, которая проста для управления, или же такую, которая удовлетворяет всем поставленным целям.

2.4. Виды фондов

Помимо правовых и налоговых ограничений существуют ограничения чисто коммерческого плана, которые требуют, чтобы фонд был структурирован соответствующим образом. С этой точки зрения среди фондов можно выделить следующие виды:

Самоликвидирующийся фонд. Образуется в организационно-правовой форме партнерства с ограниченной ответственностью. В рамках этой структуры несколько инвесторов, которыми обычно являются юридические лица, обязуются в течение срока, на который создается фонд, внести на счет фонда определенное количество денежных средств, а управляющая компания обязуется управлять этими средствами.

Сбор денежных средств пропорционально обязательствам осуществляется периодически, по мере того как в них возникает необхо-

димось для осуществления конкретных инвестиций, оплаты издержек и расходов по управлению фондом, причем обычно помимо упомянутых обязательств выплачивается очень мало средств. Такой периодический сбор денежных средств осуществляется в соответствии с «заявкой на перевод средств в фонд», обычно выставляемой за 10 дней до момента, когда средства должны быть на счете фонда.

Средства инвестируются сразу же после того, как они поступили в фонд. После продажи долей в компаниях, в которые были сделаны инвестиции, или после получения процентов либо дивидендов от этих портфельных компаний, полученные средства также распределяются среди инвесторов и по возможности без задержек. В итоге фонд самоликвидируется сразу же после продажи осуществленных инвестиций.

Выручка от продаж долей в компаниях на протяжении большей части периода работы фонда не реинвестируется. Вместо этого управляющая компания, видя, что значительная часть существующего фонда уже проинвестирована, как правило, организует подписку на новый фонд; обычно это происходит каждые два или три года. Такой самоликвидирующийся фонд, как правило, создается на десять лет, в течение которых управляющая компания фонда должна продать все доли в компаниях, в которые были сделаны инвестиции.

Вечнозеленый фонд. В отличие от самоликвидирующихся фондов некоторые фонды не распределяют дивиденды и доходы от реализации инвестиций инвесторам, а реинвестируют эти средства в новые проекты. Такие фонды получили название «вечнозеленых». Этот процесс может длиться довольно продолжительное время или до какой-то заранее согласованной даты ликвидации. Иногда в документах о регистрации фонда оговаривается, что через определенное число лет членам фонда будет предложено принять решение о его ликвидации.

Хотя эта форма избавляет управляющую компанию от необходимости создавать новый фонд каждые два-три года, ее использование также означает, что инвесторы не смогут сами реинвестировать средства от продажи инвестиций, осуществленных фондом. Свои инвестиции в фонд инвесторы смогут реализовать, только продав целиком свою долю в фонде, либо дождавшись даты его ликвидации.

Соглашения по клубному или параллельному инвестированию. Некоторые структуры вообще не имеют организационно-правовой формы фонда, выступая в виде инвестиционных клубов или же серий параллельных соглашений между инвесторами и управляющей компанией одного из фондов. Согласно таким соглашениям, управляю-

щая компания обязуется осуществить инвестиции от лица инвестора непосредственно в оговоренные компании.

Конечно, этот путь имеет преимущество в плане простоты документации для инвесторов, но, поскольку при этом фонда как такового нет, управляющей компании оказывается труднее контролировать активы, к тому же непросто управлять процессом при наличии большого числа инвесторов.

Фонды без права распоряжения. Во всех предыдущих случаях предполагается, что управляющая компания обладает правом распоряжения при управлении фондом. В некоторых случаях, особенно связанных с соглашениями о параллельном инвестировании, правом распоряжения в отношении инвестиций обладают сами инвесторы фонда.

Фонды для индивидуальных инвесторов. При структурировании инвестиционного фонда для индивидуальных инвесторов иногда требуется решать вопросы правового регулирования и налогообложения. При этом нередко такие фонды приходится регистрировать в организационно-правовой форме компании, котируемой на фондовом рынке.

Фонд или холдинговая компания. В ряде случаев встает вопрос: предназначен ли фонд для того, чтобы инвестировать с последующим выходом из инвестиций – с тем, чтобы каждый мог индивидуально использовать прирост стоимости капитала после продажи инвестиций, или же фонд создается для того, чтобы в итоге возникла холдинговая компания, которая не станет осуществлять выход из инвестиций или даже реализует себя через IPO.

В некоторых случаях управляющая компания может предпочесть сохранение свободы выбора: продавать отдельные инвестиции или же не осуществлять из них выхода и за счет этих инвестиций увеличить стоимость акционерного капитала самого фонда уже как холдинговой компании.

2.5. Прозрачность структуры фондов

Обычно под фондом понимается общий пул денежных средств, управляемый самостоятельной управляющей компанией, при этом собственниками управляющей компании выступают либо финансовое учреждение, либо ее руководители. Фонд принадлежит инвесторам, которые владеют акциями, долями или паями фонда, в зависимости от его структуры. Фонд инвестирует мобилизованные от инвесторов

средства в портфельные компании. Для управляющей компании или ее должностных лиц обычно устанавливается определенное удерживаемое вознаграждение, которое часто рассматривается как участие в капитале фонда.

Главная проблема, которую приходится решать при структурировании фондов венчурного капитала, заключается в том, чтобы избежать возникновения дополнительного уровня (т. е. «двойного») налогообложения. Если инвесторы просто вкладывают свои средства в инвестиционную (финансовую) компанию, которая в свою очередь осуществляет инвестиции в определенные портфельные компании, то налогообложение происходит на двух уровнях: вначале налогами облагаются доходы, полученные от продажи этой финансовой компанией своих инвестиций в портфельных компаниях, а затем – еще и при распределении полученных доходов между своими инвесторами либо при продаже инвесторами своих долей участия в финансовой компании.

Кроме того, в большинстве юрисдикций распределение выручки от продажи отдельных инвестиций в течение срока существования фонда рассматривается как выплата дивидендов, а не как частичная продажа капитала. Тем самым прирост капитала, который возникает при выгодной продаже инвестиций, трансформируется в текущий доход и также облагается налогом.

Однако, хотя и сравнительно редко, конкретная страна может иметь одновременно низкий уровень налогообложения и договор об избежании двойного налогообложения. В случае с прозрачной структурой важно, чтобы в стране, в которой осуществляются инвестиции, признавалась прозрачность такого рода прозрачной структуры; а также, чтобы каждый из инвесторов жил в стране, которая имеет с этой страной договор об избежании двойного налогообложения.

Наконец, обычно предпочтительнее вести дела фонда так, чтобы не регистрировать постоянного представительства в стране, в которую поступают инвестиции, ибо в этом случае велика вероятность того, что налоги придется платить именно там.

Избежать двойного налогообложения позволяют два типа структур: освобожденные (или непрозрачные) и прозрачные структуры.

Освобожденные (или непрозрачные) структуры. В освобожденной (непрозрачной) структуре доходы, получаемые фондом, не облагаются налогами – вопросы налогообложения возникают лишь при распределении доходов среди инвесторов.

Это обычно предполагает использование для регистрации фонда оффшорных компаний либо компаний, зарегистрированных в стране,

где действует специально оговоренное освобождение от обложения налогами прироста капитала и, возможно, дохода, участники которых пользуются определенными льготами, британских инвестиционных трастов или французских обществ рискованных инвестиций.

При этом могут возникнуть следующие проблемы:

– если фонд зарегистрирован в оффшоре, то мала вероятность существования договора об избежании двойного налогообложения между оффшорной страной, в которой фонд зарегистрирован, и страной, в которой зарегистрирована потенциальная инвестируемая компания. Даже когда фонд зарегистрирован в оффшорной стране, с которой есть договор об избежании двойного налогообложения, часто в этой же стране действует налог на проценты (дивиденды), распределяемые среди инвесторов;

– распределение средств среди инвесторов в течение срока существования фонда или даже по окончании этого срока может облагаться налогом как прибыль, а не как прирост капитала, что для некоторых инвесторов может быть неприемлемо.

Прозрачные структуры. В прозрачных структурах, таких как партнерство с ограниченной ответственностью, инвесторы должны платить налог на проданные фондом инвестиции как на свою долю в доходе, независимо от того, распределен ли этот доход между ними или еще нет. Полностью прозрачная для налогообложения структура фонда устанавливает такое отношение к каждому инвестору, как будто бы он сам инвестировал свою долю в каждую из портфельных компаний и как будто бы все доходы и прибыль от каждой портфельной компании, определенные фондом как его доля, были им получены непосредственно от конкретной компании. Это позволяет избежать двойного налогообложения, одновременно оставляя инвестору возможность воспользоваться договором об избежании двойного налогообложения между страной, резидентом которой он является, и страной, где зарегистрирована инвестируемая компания.

Даже там, где прозрачность признается, нужно позаботиться о том, чтобы само существование фонда не стало причиной отнесения инвесторов к числу ведущих свой бизнес за рубежом через постоянную структуру, в связи с чем они могут оказаться обязанными платить более высокие налоги, чем в своей стране.

Возможности избежания двойного налогообложения. Поскольку в ряде стран налогом на прирост капитала облагаются все продажи нерезидентов, необходимо выбирать такую страну, в которой

предусмотрены низкие налоги и существует развитая сеть международных договоров по избежанию двойного налогообложения. Конечно, такое сочетание встречается довольно редко, но среди возможных кандидатов выступают Голландия, Кипр и, например, такая организационно-правовая форма, как Венгерская оффшорная компания.

Сложность, которая возникает вслед за этим, заключается в том, что использование организационно-правовой формы компании может превратить прирост капитала в доход, а в случае Голландии использование такой организационно-правовой формы может привести к высоким налогам на распределение прибыли среди нерезидентов.

Резидентная структура. Независимо от того, будет ли использована организационно-правовая форма прозрачной или непрозрачной структуры, очень важно, чтобы фонд не действовал в стране, в которой он осуществляет инвестиции, через резидентную структуру, если наличие резидентной структуры в стране инвестирования может привести к такому налогообложению, которое нельзя будет уменьшить с помощью договора об избежании двойного налогообложения.

В таких случаях управлять фондом необходимо извне – из юрисдикций, где наличие резидентной структуры не повлечет за собой неблагоприятного налогообложения. Такими юрисдикциями могут быть не только острова Ла-Манша и Кипр, но также Великобритания или Голландия.

В этих условиях команда управляющих, действующая в одной из стран СНГ, будет только консультировать зарубежную управляющую компанию, а решения об инвестировании и реализации инвестиций будут приниматься в стране, резидентом которой является управляющая компания, так же как во многих случаях в этой стране будут подписываться соглашения об инвестировании и продаже долей в портфельных компаниях.

Прозрачные структуры

Ограниченное партнерство. Главная прозрачная структура – это ограниченное партнерство, которое может быть создано по законам Великобритании, островов Ла-Манша, штата Делавэр США и различных оффшорных зон наподобие Каймановых или Бермудских островов. Это чрезвычайно гибкие организационно-правовые формы, особенно подходящие для создания фондов с ограниченным сроком существования.

Следует иметь в виду, что фонд в форме ограниченного партнерства в некоторых странах не признается прозрачным для налогообложения и не может котироваться на фондовом рынке.

Непрозрачные структуры

Британский инвестиционный траст. Это инвестиционная компания, зарегистрированная в Великобритании, акции которой котируются на бирже. Она пользуется освобождением от британского налога на прирост капитала при условии соблюдения определенных требований к компаниям такого рода.

Компании Джерси. К этой категории относятся компании многих других оффшорных зон. Такие компании могут котироваться на фондовой бирже. Главная проблема с ними – такие компании не дают возможности пользоваться договорами об избежании двойного налогообложения. Поэтому при инвестировании в странах Восточной Европы и СНГ, если нужно избежать местного налогообложения, таким компаниям приходится действовать через посредников.

Компании Кипра. Кипр – страна, где действуют низкие налоги и одновременно можно воспользоваться преимуществами множества договоров об избежании двойного налогообложения, заключенных этой страной.

Голландские BV. Голландские закрытые общества с ограниченной ответственностью позволяют пользоваться следующей льготой: компания не платит налогов в Голландии, если владеет более чем 5%-м пакетом акций инвестируемых компаний. Однако в случае распределения доходов инвесторам вне Голландии налог взимается. Распределение доходов рассматривается как прибыль, а не прирост капитала.

Прочие. Основные непрозрачные структуры описаны выше, однако организационно-правовые формы, существующие на Мальте, Мадейре или в Люксембурге, также могут представлять интерес.

Глава 3 КОНЦЕПЦИЯ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

3.1. Цели индустрии прямого инвестирования в акционерный капитал

Индустрии прямых инвестиций в акционерный капитал понадобилось некоторое время, чтобы понять, что различные участники процесса инвестирования преследуют разные цели. Со временем удалось примерно определить, какие это цели для инвестируемых компаний, инвесторов и управляющих фондами.

Цели инвестируемых компаний. В Европе более одной пятой всех инвестиций представляют собой продажу всех акций компании фонду венчурного капитала вместе с передачей ему контроля. Остальные инвестиции принимают форму приобретения больше или меньше половины акций компании на ранней либо на более поздней стадии ее развития в целях финансирования ее дальнейшего роста или расширения.

Цели инвестируемых компаний и организованный фондовый рынок. В США организованные фондовые рынки являются хорошим источником средств даже для тех компаний на ранних стадиях развития, которые несут существенные убытки и не генерируют положительного потока наличности. Фондовые рынки Европы и развивающихся рынков требуют демонстрации предыдущих достижений, на них довольно дорого котироваться, и они больше заботятся о защите инвесторов, чем о том, чтобы поощрять их к выбору своего профиля риска и инвестированию в соответствующие компании.

Цели инвестируемых компаний и банки. Учитывая интересы самих банков, их можно сделать отличными партнерами для индустрии венчурного финансирования, например, в сделках с выкупом, под которые они могут предоставить менее рискованные кредиты, тогда как венчурный инвестор берет на себя более рискованную и менее ликвидную составляющую прямых инвестиций.

Цели инвестируемых компаний и государство. Финансирование со стороны государственных структур часто имеет смешанные цели, среди которых получение прибыли может уступать по важности

таким целям, как создание новых рабочих мест, внедрение новых технологий и новых видов производств. Для компаний такое финансирование выгодно тем, что оно дешево, долгосрочно и не рассчитано на получение инвестором больших доходов в конце проекта. Эти довольно «пассивные» деньги могут быть полезным дополнением к венчурным инвестициям в конце начальных стадий финансирования.

Цели инвестируемых компаний и прочие инвесторы. На рынке помимо указанных существуют и иные специализирующиеся на инвестициях структуры, которые по большей части занимаются консалтингом, как, например, инвестиционные и торговые банки, инвестиционные брокеры, специалисты по корпоративным финансам, национальные и международные институты развития. Они очень важны для организации процесса инвестирования, но сами инвестируют довольно редко.

Цели инвесторов. Цели тех, кто осуществляет венчурные и прямые инвестиции в акционерный капитал, столь же разнообразны, как и источники этих денег. Перед тем как охарактеризовать источники капитала для венчурных фондов, необходимо сказать несколько слов об экономических отношениях, возникающих между источником капитала и теми, кто этот капитал привлекает, – об отношениях доверительного управления, а также о том, почему капитал передается третьему лицу для управления, – о правилах управления активами.

Отношения доверительного управления. На отношениях доверительного управления основывается и работа фондов венчурных инвестиций, и существенная часть документов, определяющих правила работы фондов. Практика их работы руководствуется именно этими отношениями, построенными на фидуциарной ответственности управляющей компании перед инвесторами-доверителями.

Важным аспектом доверительного управления выступает то, что один или несколько акционеров компании могут выступить «спонсорами», т. е. такими акционерами, которые, не получая дополнительных прав по сравнению с другими акционерами, берут на себя дополнительные обязанности и прежде всего по курированию и мониторингу работы управляющей компании и инвестиционного комитета фонда. Как правило, спонсорами становятся инвесторы фонда, которые по тем или иным причинам больше заинтересованы в успешной работе фонда, чем другие акционеры. В качестве таких спонсоров обычно выступают компании, деятельность которых связана с формированием крупных активов, которыми необходимо управлять как портфелем.

Правила управления портфелем активов. Правила управления портфелем активов были сформулированы еще к середине 1950-х гг. и основывались на довольно простых принципах, построенных на поговорке, что «нельзя класть все яйца в одну корзину». Эти правила подразумевают следующее:

- Любые финансовые средства, образовавшиеся на счетах компании в объеме, излишнем для ведения нормальной хозяйственной деятельности, должны трактоваться этой компанией как портфель активов, который требует особого подхода к управлению.

- Существенная часть портфеля (до 60–70 %) должна быть размещена в низкорисковые, и, соответственно, низкодоходные, активы.

- В портфеле активов в обязательном порядке должна иметься высокорисковая высокодоходная часть, размер которой определяется тем, что ее возможная полная утрата должна покрываться доходом от низкорисковой части.

- Среднерисковая часть активов должна быть такой, чтобы при некатострофическом изменении конъюнктуры на рынке стоимость этой части портфеля не упала.

Есть и несколько практических рекомендаций, не основанных на какой-то определенной теории, но которым тем не менее целесообразно следовать:

- Для определенной части портфеля (низкорисковой, среднерисковой или высокорисковой) инвестиции в конкретный вид активов не должны превышать 5–10 % этой части.

- Инвестиции в активы определенной компании не должны превышать 5–10% для каждого конкретного вида активов.

- Инвестиции в активы определенного вида для определенной отрасли не должны превышать 20–30 %.

Состав инвесторов фондов венчурных инвестиций. Активное участие в формировании источников капитала для венчурных фондов принимают государственные и частные пенсионные фонды, коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, корпорации, государственные и благотворительные фонды и частные лица.

Цели управляющих фондами (управляющих компаний). Если признать, что стремление к «выживанию» – естественный инстинкт, то из предшествующего раздела становится ясным, что прямые инвестиции в акционерный капитал ориентируются прежде всего на прирост стоимости капитала.

Чтобы достичь приемлемой доходности, управляющим фонда нужно обеспечить прирост капитала в пределах своего инвестиционно-

го портфеля. При условии, что размер удерживаемого вознаграждения рассчитан тщательно и по справедливости, эти цели могут оказаться очень важными, как для надлежащей мотивации управляющих к внимательному отслеживанию дел компаний своего инвестиционного портфеля в период их роста, так и для сохранения опытной команды.

Таким образом, не вызывает сомнений, что интересы всех участников венчурного процесса объединены вокруг понятий прироста капитала и внутренней нормы доходности. Единственное исключение – это случай, когда компания либо акционеры продают 100 % своего бизнеса, ставя при этом перед собой иные цели и решая иные задачи, чем описанные выше.

3.2. Типичные сроки и условия работы фонда

Сроки. Обычный срок существования фонда – десять лет с возможностью продления этого срока еще на два-три года (на продление срока чаще всего требуется согласие 75 % от общего числа инвесторов).

Расходы по управлению фондом. Обычно эти расходы составляют в год до 2,5 % от размера средств фонда под управлением. В больших фондах расходы по управлению могут составлять 1,5–2 %. Иногда фонды назначают определенный период действия обязательств инвесторов по уплате вознаграждения управляющим фондом, по истечении которого процент на расходы по управлению фондом уменьшается, и этот процент применяется к сумме, собранной к концу периода.

Сбор и распределение денежных средств. Как было изложено выше, подавляющая часть фондов, как правило, осуществляет сбор средств по мере необходимости, когда имеется объект для инвестирования, с использованием заявок на перевод средств в фонд. Некоторые фонды, в которых установлен период действия таких обязательств, допускают сбор средств, допустим, только в течение первых пяти лет их существования. После этого срока управляющие могут объявлять сбор только определенной части средств, например, 25 % от первоначальных обязательств, причем только для продолжающихся инвестиций.

Управляющая компания/генеральный партнер. При создании большинства фондов предусматривается, что 75 % инвесторов могут в любое время сменить управляющую компанию или генерального партнера. Некоторые фонды обеспечивают своим инвесторам право ликвидации фонда большинством в 75 % голосов, если из

управляющей компании или компании генерального партнера уволились ключевые сотрудники.

Организационные и иные расходы. В большинстве фондов допускается, что фонд может нести организационные расходы, скажем, в объеме до 1 % от объема фонда, еще до момента начала операций. Во многих случаях предусматривается, что расходы по привлечению в фонд инвесторов фонд нести не должен. В то же время некоторые текущие расходы на деятельность фонда покрываются за счет самого фонда, а не управляющей компании.

3.3. Плата за управление

В большинстве фондов предусмотрены выплаты удерживаемого вознаграждения, которые составляют обычно до 20 % от чистых доходов фонда. В некоторых ситуациях, особенно если вновь сформированная управляющая компания фонда не имеет опыта управления фондом, удерживаемое вознаграждение может быть на 3–5 % выше.

В большинстве случаев удерживаемое вознаграждение определяется на основе принципа «фонд как целое», и поэтому оно рассчитывается только после того, как инвесторам вернули все их инвестиции в фонд плюс, если он предусмотрен в фонде, договорной минимальный процент возврата на вложенные инвестором в фонд средства.

Иногда удерживаемое вознаграждение рассчитывается по каждой сделке, с тем чтобы выплачивать его в случаях, когда норма прибыли превышает «планку». Однако выплаты удерживаемого вознаграждения по каждой сделке часто требуют оценки стоимости еще не проданных инвестиций с привлечением независимого оценщика, причем такое вознаграждение может быть выплачено, только если стоимость инвестиции на основе оценки не ниже ее себестоимости.

В других случаях удерживаемое вознаграждение депонируется у третьего лица до тех пор, пока не прояснятся результаты работы по фонду в целом: в этом случае часто оказывается, что принцип «фонд как целое» позволяет минимизировать налогообложение.

Обычно удерживаемое вознаграждение выплачивается после преодоления «планки» примерно в 10 %, т. е. оно начисляется лишь после того, как инвесторы получили 10 % прибыли на свои инвестиции. Существует много разных типов такой «планки». Некоторые фонды предусматривают ступенчатое удерживаемое вознаграждение,

величина которого зависит от внутренней нормы доходности (ВНД). Во многих случаях понятие «планки» связывают с правом получателей удерживаемого вознаграждения как бы «догонять»: вначале вырученные от инвестиций суммы распределяются среди инвесторов, пока они не вернут свои инвестиции плюс получают hurdle. Затем все вырученные суммы поступают к обладателям права на получение удерживаемого вознаграждения, пока они не «догонят» инвесторов по уровню hurdle: к концу этого периода они получают 20 % всех сумм, распределяемых сверх возврата первоначальных инвестиций инвесторам. После этого вся выручка от продаж делится в пропорции 80 : 20.

Обычно члены управляющей компании фонда устанавливают между собой правила на случай увольнения или найма членов управляющей команды. Каждый увольняющийся член команды должен отказаться от части своего удерживаемого вознаграждения в зависимости от обстоятельств. Этим обеспечивается доступ к удерживаемому вознаграждению для каждого нового члена команды. Все чаще встречаются оговорки об уменьшении или изменении порядка выплаты удерживаемого вознаграждения в случае смены управляющей компании или генерального партнера. Инвесторы обычно не имеют отношения к договоренностям такого рода.

При назначении удерживаемого вознаграждения применяется методика постепенного перехода права на вознаграждение к конкретному управляющему фондом. Исходя из вышеизложенного, при наличии у фонда спонсора, он может получать существенную часть удерживаемого вознаграждения.

Глава 4 ПРОЦЕДУРА РАБОТЫ НА РЫНКЕ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

4.1. Стадии венчурного инвестирования

Определим и проясним относительную значимость стадий развития бизнеса, требующих привлечения венчурного капитала

Достартовая или «*посевная*» и *стартовая* стадии – суммарно 7,4 и 3,4 % от объема всех инвестиций. Достартовое финансирование направлено на то, чтобы оценить и развить исходные концепции (идеи), прежде чем запустить сам процесс венчурного финансирования.

Стартовое финансирование должно помочь компаниям разработать и начать продажи продукции на начальных этапах ее промышленного производства. Именно таким выглядит венчурный капитал с точки зрения «американского идеала».

Стадия *расширения* (expansion) – 35 и 13,4 % от объема всех инвестиций. Это инвестиции, направляемые на финансирование органического роста компании или связанные с поглощением. Финансирование органического роста имеет целью либо увеличение производственных мощностей, развитие рынков или продукции, либо, как это обычно происходит в Европе, обеспечивает дополнительный оборотный капитал.

Выкупы управляющими – 50,1 и 78,8 % от объема всех инвестиций. Это финансирование обеспечивает приобретение предприятий действующими (МВО) или внешними (МВИ) управляющими.

Капитал замещения (replacement capital) – 7,6 и 4,4 % от объема всех инвестиций. В основном это сделки на вторичном рынке, когда какая-то группа акционеров осуществляет выкуп инвестиции у другой группы акционеров (обычно у венчурных или прямых инвесторов). В Европе, где в прошлом отношение к инвесторам, осуществляющим выход из инвестиции, было скорее негативным, со временем эта форма венчурной сделки получила развитие в качестве выхода, поскольку управляющим фондами ликвидность необходима, чтобы оправдать ожидания инвесторов.

Хотя процесс венчурного инвестирования в отдельных случаях может характеризоваться некоторыми нюансами, его основные правила остаются идентичными.

4.2. Основные правила процесса венчурного инвестирования с позиций его главных участников

Рассмотрим эти основные правила и рекомендации в отношении главных участников процесса венчурного инвестирования: инвестируемые компании; инвесторы; управляющие фондами венчурного капитала.

Инвестируемые компании. Главное правило для команды менеджеров инвестируемой компании – четко следовать бизнес-плану или его пересмотренному варианту, на основе которого принималось инвестиционное решение. Необходимо обеспечивать инвесторов ясной, точной и надежной информацией, открыто и своевременно сообщать все новости (плохие и хорошие) о работе компании и обращаться с акционерами, как с членами одной команды, а не как с посторонними.

Инвесторы. Все потенциальные источники венчурного капитала испытывают сильное давление со стороны спроса на их собственный капитал и на средства, находящиеся у них в управлении. Из-за этого важность соблюдения правил возрастает. Эти правила касаются следующих моментов.

При формировании фонда инвестору нужно иметь ясное представление о стратегии управляющих венчурным фондом и о шансах этих венчурных менеджеров, рассматриваемых как единая управляющая команда, успешно сформировать фонд. Инвестору важно знать, какие имеются на счету у выбранной управляющей команды достижения, оцененные в терминах внутренней нормы доходности, что позволяет сравнивать этих команды друг с другом.

В процессе инвестирования инвесторы вправе рассчитывать на такую же открытость и своевременную объективную отчетность, какую управляющие фонда ожидают получить от компаний из своего инвестиционного портфеля. Финансовая информация должна предоставляться регулярно, последовательно и исчерпывающе.

Обычно инвесторов волнует поток генерируемой фондом личности, поэтому они следят за внутренней нормой доходности более внимательно, чем за показателями издержек.

В целом главное правило обращения с источниками капитала для венчурных фондов таково: нужно обходиться с ними уважительно, причем на постоянной основе, а не только в период формирования фондов. Нарушение этих ясных правил, как правило, не позволяет управляющим компаниям надеяться на «светлое будущее». Так что не

случайно фонды все чаще нанимают для общения и поддерживания отношений с инвесторами специальных сотрудников, не занимающихся заключением сделок.

Управляющие фондами венчурного капитала – возможности привлечения и подготовки сделок. Привлечение и подготовка сделок – важнейший аспект венчурного финансирования. В сложной среде фонды выбирают такие стратегии привлечения и подготовки сделок, которые соответствуют их опыту и положению на рынке. В этих стратегиях предусматривается довольно пассивное отношение к публичному имиджу фондов, активное участие в инвестиционных тендерах, аукционах, создание собственной сети личных контактов. Каждый фонд, конечно, подготавливает свою собственную программу привлечения и подготовки сделок, но всегда остается справедливым правило: если слишком полагаться на посредников с их тендерами и аукционами, то такая программа привлечения и подготовки сделок может привести к формированию очень дорогостоящего портфеля инвестиций. Дело в том, что тендеры и аукционы подразумевают ограничение доступа к компаниям, их финансовой и технической документации и сведениям о результатах процедуры тщательного изучения, которая уже проводилась представителями продавца; отсюда – жесткая игра на повышение цен на нескольких этапах продаж, что, безусловно, не способствует установлению умеренных цен.

Инвестирование. Завершив процесс привлечения и подготовки некоторого количества сделок, менеджерам фонда нужно их быстро и эффективно изучить и отобрать из их числа пригодные для инвестирования, учитывая, что обычное отношение числа реальных инвестиций к числу подготовленных для рассмотрения сделок редко превышает 1 : 100. Изучаются доброкачественно подготовленные бизнес-планы. При этом заявки на инвестиции, предлагающие просто «возможность», но без соответствующего бизнес-плана, обычно фондами вообще не рассматриваются. В этой работе помогает хорошее знание соответствующих отраслей экономики и понимание перспектив их развития, так же как и предварительное обсуждение проблемы с коллегами или на заседаниях управляющим фонда можно перейти к более глубокой оценке стоимости бизнеса.

Оценка инвестиционного комитета. Если с четырьмя ключевыми переменными оценки потенциальной инвестиции все в порядке, стоимость помимо перечисленных выше внешних факторов опирается также на ряд внутренних факторов, связанных со структурой сделки, которую реально можно заключить в расчете на од-

ну операцию при запланированных уровнях инвестиций, доходов и потока наличности.

Процедура тщательного изучения. Отношение к программе тщательного изучения компании как потенциального объекта инвестирования отличает практику венчурных инвестиций в Европе и в США. Для некоторых участников венчурного процесса в ряде европейских стран вполне достаточно узнать, что они учились в одной школе с отцом предпринимателя, обратившегося за финансированием.

Инвестиционные учреждения США сообщают об удивительной корреляции между числом эффективных фондов и числом тех, кто активно использует программы тщательного изучения. Однако управляющие компании фондов выдвигают против этого определенные возражения, не лишённые оснований: существенно вырастают издержки; требуется значительно больше времени (не меньше четырех–восьми недель); возможно сопротивление компании, рассматриваемой в качестве потенциального объекта инвестиций, если ей удалось отыскать менее требовательного инвестора.

Инвестиционный комитет. Когда сделка успешно прошла проверку путем тщательного изучения, успешно завершены переговоры по оценке стоимости бизнеса, структуре инвестиционной сделки, имеется принципиальное согласие акционеров и одобрение проекта договора купли-продажи акций, подписано соглашение по банковскому кредитованию и мезанинному финансированию и т. п., то прежде чем будет заключен договор и начнется финансирование, сделка обычно требует «благословения» со стороны инвестиционного комитета фонда. Причем на этом этапе процедуры тоже могут быть разными.

Инвестиционные комитеты венчурных фондов бывают внутренние и внешние; более существенно то, что комитет может быть постоянно включенным в переговоры по сделке или же он получает полный меморандум по инвестиции только на заключительной стадии для вынесения решения «начинаем/не начинаем».

Постинвестиционное управление. Цели инвестиций основаны на простой формуле прироста стоимости капитала: если не принимать во внимание заемные средства, его главными детерминантами оказываются: коэффициент отношения цены акции к доходу и разница в объеме чистой прибыли между началом и концом инвестирования.

Совет директоров. Большинство фондов получают для своего представителя право на место в совете директоров инвестируемого предприятия. Риск использования кого-нибудь извне (независимого директора) заключается в том, что он может начать действовать на

стороне команды менеджеров инвестируемого предприятия. Кроме того, нужно предотвратить возможность того, что «чужой» мог бы воспользоваться преимуществами программы тщательного изучения для сближения с управляющей компанией фонда и ее менеджерами. С другой стороны, для фондов с большим инвестиционным портфелем, а также в странах, в которых прямое представительство в совете директоров связано с высокими финансовыми рисками для фонда, введение в совет независимого директора извне может быть практически единственной альтернативой.

Другие направления. Возможность оказать более действенную помощь инвестируемой компании зависит также и от того, какими собственными средствами располагает фонд венчурных инвестиций. Например, если у него есть международные связи, то он может помочь расширению дела в международном масштабе. Если у него есть сеть менеджеров-профессионалов, то он может привлечь проверенный персонал туда, где в компании появится прорыв в организации дела. Применение управляющими венчурным фондом собственного промышленного, технического, коммерческого и стратегического опыта со временем приведет к приросту капитала, повысив эффект от ресурсов, которыми располагает портфельная компания.

Управление выходом. Объективная оценка эффективности работы фонда может быть получена лишь после полной реализации всех сделанных инвестиций. Отметим лишь несколько дополнительных моментов:

1. Основа выхода из инвестиции часто закладывается именно на входе. Выходы могут быть заблокированы небрежно организованным входом в инвестицию.

2. Фактор времени оказывается критичным параметром, когда эффективность измеряется по IRR, а не как мультипликатор стоимости инвестиции.

3. Сложные структуры может быть трудно подготовить к раннему выходу, особенно через IPO, и об этом нужно позаботиться с самого начала.

4. Дипломатичное, открытое обращение с другими акционерами (особенно управляющими) предельно важно для того, чтобы максимизировать стоимость при выходе. Их нематериальные активы – «гудвил» часто могут быть намного более ценными, чем просто опора на права обладателя контрольного пакета акций.

5. Использование советников выгодно для максимизации стоимости и для экономии времени, но опять-таки оплата их услуг должна быть по возможности ориентирована на успешный выход.

6. Не связанные с IPO альтернативы должны быть реально достижимы и приемлемы для всех акционеров.

В целом процесс выхода требует активного управления, начиная еще с доинвестиционной стадии и вплоть до его завершения. Если оставить этот процесс на волю случая или все надежды по выходу связывать только с котированием на фондовой бирже, то могут быть серьезные разочарования.

4.3. Выигрыш участников венчурного рынка

Чтобы иметь успешно функционирующую венчурную индустрию, необходимо, чтобы удовлетворялись запросы инвесторов и компаний-реципиентов инвестиций, соблюдались интересы экономики и, наконец, управляющих компаний фондов и их команд. Нужно, чтобы обеспечивалось будущее этих компаний и их менеджеров, а также преемственность в их рядах.

Инвесторы. Исследования эффективности инвестиций в последнее время все больше проводятся на национальном уровне. Эти исследования проводятся с использованием разных критериев: от анализа результатов инвестиций, из которых осуществлен выход, до изучения совокупного инвестиционного портфеля участвующих в анализе фондов. Однако в целом выводы оказываются во многом весьма близкими.

Разные инвесторы рассчитывают на разные уровни доходности, при этом инвесторы могут говорить одно, а практиковать другое. В основном в Европе венчурные инвестиции попадают в категорию «неликвидов», наряду с такими сферами потенциальных инвестиций, как недвижимость, газ, нефть и т. д. Более высокий по сравнению с фондовым рынком доход должен не только компенсировать отсутствие ликвидности, но также высокие риски данного бизнеса и провалы инвестиционного портфеля, учитывать фактор времени, потенциальную потребность в повторном финансировании, задержки с выплатами инвесторам при выходе и т. д.

Тогда как многие инвесторы соглашались на премию в 3–6 % по сравнению с более ликвидными инвестициями, имеется много таких, которые пытаются вложить свои деньги в фонды, находящиеся в

верхней четверти списка наиболее успешных фондов, в расчете получить гораздо большую премию, чем указанный выше диапазон премий на более поздних этапах инвестиций. А это усиливает тенденцию «подкармливать победителей», в результате чего наиболее успешные фонды, как правило, получают в управление гораздо больше средств, чем у них было прежде.

Необходимо иметь в виду, что обещанная фондом инвесторам доходность не является безусловным обязательством управляющей компании, так как зависит от многих трудно прогнозируемых факторов и, скорее, означает критерий отбора сделок для инвестирования, которые просто не должны попасть в поток сделок, если в случае благоприятных условий для реализации бизнес-плана компании не могут дать возврат на инвестиции в ожидаемом (и обещанном инвесторам) фондом размере.

Инвестируемые компании. Исследование эффективности венчурного инвестирования проводилось главным образом в Великобритании и во Франции, где сравнивались производственные характеристики компаний, получавших и не получавших поддержку со стороны венчурного капитала, а также изучалась степень удовлетворенности компаний теми, кто их финансировал в форме венчурных инвестиций. При этом, конечно, трудно точно сказать, что случилось бы с этими компаниями, если бы они не были профинансированы венчурным капиталом.

Рост компаний, получивших поддержку со стороны венчурного капитала, – это лишь одна из форм измерения. Существует много менее осязаемых факторов, таких как преимущества, вытекающие из увеличения возможностей для больших компаний сконцентрировать усилия на основном направлении своего развития, избавившись от ставших ненужными подразделений через выкупы их управляющими (МВО); увеличение экономической эффективности путем нахождения своей ниши или путем участия в конкуренции, возникшей в индустрии венчурного капитала, и т. д.

Управляющие фондами. Прямое инвестирование – это довольно крупная индустрия, в ней в доверительном управлении находятся огромные финансовые средства, формируются большие капиталы и создается много рабочих мест. Но в плане количества работающих в ней управляющих – это индустрия малых предприятий.

Заметим, что закон Дарвина о выживании сильнейших полностью применим и к индустрии венчурного капитала: консолидация индустрии идет за счет слияний и ликвидации фондов. Однако в ос-

новном управляющим командам удается сохранять свою цельность не только за счет долговременной природы оплаты труда по модели «удерживаемого вознаграждения», но и в силу увлекательности работы в области прямых и венчурных инвестиций. Это очень важно для инвесторов фондов, чья заинтересованность в результатах наиболее успешных управляющих команд так велика, что добившиеся хороших результатов команды практически в том же составе получают в управление следующие вновь создаваемые фонды.

Отношение к венчурным инвестициям со стороны общества. Наряду с положительным настроем в отношении венчурной индустрии встречаются и случаи резко отрицательного отношения.

Среди традиционных обвинений в адрес фондов прямых и венчурных инвестиций можно выделить следующие:

1. «Форма венчурных фондов используется для проникновения в финансовую систему США и Европы и прежде всего в основные банки через фонды национального благосостояния других стран, размещаемых в этих банках». Обычно представители венчурного сообщества отвечают на такое обвинение, что фонды венчурных инвестиций в своих действиях не отличаются от других инвесторов и имеют те же права.

2. «Фонды венчурных инвестиций пользуются лазейками в налоговом законодательстве». В ответ на это венчурное сообщество заявляет, что в случае венчурных инвестиций и фондов не используется ничего, что не использовалось бы другими формами управления активов.

3. «Прямые и венчурные инвесторы используют недостатки в финансовом законодательстве, и их удерживаемое вознаграждение не облагается налогом». В ответ на это представители венчурного бизнеса заявляют, что это не так, и налог платится в полной мере.

4. «Прямые и венчурные инвесторы занижают свою прибыль, вычитая из налогооблагаемой прибыли платежи по процентам в сделках выкупа акций с использованием заемных средств (LBO)». Ответом на это обвинение также является «нет», так как такая практика распространяется на всех, а не только на венчурные фонды, и, кроме того, получатель процентов платит налоги с этих процентов, а доля заимствований в инвестированных средствах постоянно снижается.

5. «В результате работы фондов венчурных инвестиций сокращается число рабочих мест». Наоборот, многочисленные исследования показывают, что деятельность фондов венчурных инвестиций ведет к росту числа рабочих мест и превращению людей из наемных работников в предпринимателей.

6. «Фонды венчурных инвестиций разоряют свои портфельные компании». Исследования показали, что венчурные инвестиции делают компании более сильными перед первоначальным предложением акций.

7. «Фонды прямых и венчурных инвестиций занимаются рейдерством и выводят активы из проинвестированных предприятий».

8. «Фонды не дают ощутимой отдачи никому, кроме управляющих компаний». Это обвинение несправедливо. Прямые инвестиции приносят прибыль пенсионным фондам, которые в свою очередь обеспечивают пенсиями миллионы людей.

Среди безусловно положительных черт работы прямых и венчурных фондов, с которыми не спорят даже их оппоненты, можно выделить содействие инновациям. Компании, получившие поддержку венчурных фондов, внедряют экономически более важные инновации по сравнению с другими компаниями и благодаря этому получают более значительное развитие.

4.4. Мобилизация капитала и отношения с инвесторами фонда

Процесс мобилизации капитала можно рассматривать по следующим аспектам:

- **Выбор инвестора и определение требований инвестора.** Природа венчурного капитала такова, что он может быть привлекателен лишь для инвесторов определенного типа. Его неликвидность и высокий уровень рисков означают, что инвесторы должны располагать большими средствами и быть готовы к долгосрочным инвестициям. С другой стороны, конкуренция за инвестиции растет, по мере того как глобализация открывает все новые возможности для инвестирования.

Поэтому задолго до начала формирования фонда необходимо провести тщательное исследование инвестиционных рынков, чтобы определить и понять, чего хотят потенциальные инвесторы на данном этапе развития экономики.

Инвесторы выбирают тот или иной фонд по ряду причин, среди которых наиболее важными являются: высокая доходность; возможность диверсификации инвестиций активов; долгосрочная перспектива; финансирование научных исследований и разработок; увеличение числа рабочих мест.

В противовес перечисленным позитивным причинам инвестирования в венчурный капитал инвесторы сталкиваются с рядом потенциальных проблем: недостаток профессиональных менеджеров по управлению инвестициями в венчурные фонды; неадекватные ориентиры; неликвидность.

В целом лидирующими категориями инвесторов являются: пенсионные фонды; банки; страховые компании; корпоративные инвесторы; госструктуры; частные лица.

Инвесторы, заинтересованные в инвестировании в венчурные фонды, сталкиваются с большим их выбором. Чтобы у инвесторов не осталось сомнений в относительных достоинствах того или иного фонда, необходимо убедительно представить все аргументы в его пользу, изложив их в специально изданной в целях мобилизации капитала брошюре (меморандуме) с основной информацией о фонде.

Меморандум не может быть рекламно-маркетинговым материалом и должен содержать исчерпывающее описание всех рисков, с которыми может столкнуться инвестор, инвестируя в фонд. В случае проблем, возникших у фонда в связи с риском, не указанным в меморандуме, инвестор имеет хорошие судебные перспективы по взысканию с генерального партнера (GP) всех последовавших убытков в полном объеме.

Инвесторы, как правило, принимают свое решение, оценив представленные аргументы по шести параметрам: качество анализа рынка; продуманность инвестиционной стратегии; состав управляющей команды; послужной список; структура фонда; детальные условия и сроки участия в фонде.

• **Создание фонда.** Изучение деталей налогообложения и структуры создаваемого фонда может оказаться полезным для того, чтобы помочь поверившим в стратегию и в саму команду менеджеров инвесторам сделать следующий шаг к принятию решения об инвестировании в фонд. Главная цель здесь – избежать дополнительных расходов в виде налоговых или административных платежей, возникающих вследствие неудачной структуры фонда. В худшем случае неудачный выбор структуры может привести к двойному налогообложению: первый раз – при продаже инвестиции, а второй – когда доход от прироста капитала перечисляется инвесторам.

Существуют две эффективные в налоговом отношении структуры, которые часто используют венчурные фирмы:

- регистрация фонда в оффшоре;
- партнерство с ограниченной ответственностью.

Если венчурный фонд зарегистрирован в оффшоре, полученный фондом при продаже инвестиций прирост капитала налогом не облагается, а налоговые обязательства возникают лишь при выплате денег инвесторам.

Ограниченное партнерство действительно прозрачно, поскольку считается, что инвестор непосредственно инвестирует в портфельную компанию, а налоговые обязательства возникают лишь при продаже инвестиций, независимо от того, будет далее распределяться доход от прироста капитала или нет.

Налоговый эффект для инвесторов следует измерять относительно эффективности управления фондом, а потому необходимо учесть еще некоторые факторы.

Если фонд рассчитывает привлечь зарубежных инвесторов, могут возникнуть специфические налоговые и другие правовые проблемы.

• **Запуск фонда.** Выбор потенциальных инвесторов и идентификация их потребностей является только подготовкой к сложной задаче фактического запуска фонда. Процесс мобилизации капитала может включать маркетинговые поездки, встречи «один на один» с представителями потенциальных инвесторов, ответы на вопросы и запросы в порядке процедуры тщательного изучения и организацию встреч между заинтересованными инвесторами, потенциальными портфельными компаниями и управляющей командой. Ключевым маркетинговым документом является информационный меморандум, который управляющей компании необходимо подготовить и распространить, а затем энергично претворять в жизнь.

Меморандум можно разделить на несколько разделов, например:

1. *Общие сведения* – здесь в легко читаемой форме дается общее представление о фонде.

2. *Возможности* – описывается сложившаяся на рынке ситуация и инвестиционная стратегия.

3. *Команда* – приводятся основные биографические данные всех членов управляющей команды.

4. *Инвестиционный процесс* – описывается процесс принятия решений.

5. *Послужной список* – даются детали прошлой успешной деятельности управляющей команды.

6. *Правовые вопросы и налогообложение* – рассматривается структура и функционирование фонда.

После написания информационного меморандума вопрос о запуске фонда становится вопросом времени. Многое зависит от общей экономической ситуации, «аппетитов» инвесторов и объема ликвидности, остающейся в предшествующих фондах управляющей компании.

Процесс маркетинга фонда, как правило, требует существенных затрат времени и усилий со стороны управляющей компании. В последнее время все большее число фондов стало обращаться к услугам агентов по размещению как альтернативе самостоятельному осуществлению маркетинга. Агенты по размещению выступают в качестве представителей тех управляющих компаний, которые пытаются мобилизовать капитал. Они имеют широкий круг контактов в инвестиционных институтах.

Управляющей компании следует тщательно взвесить все «за» и «против», прежде чем обращаться к агентам по размещению. Их услуги могут довольно дорого стоить, причем в большинстве случаев эти расходы нельзя будет затем покрыть из средств фонда.

• **Отношения с инвесторами.** Управляющие венчурных фондов уделяют большое внимание информированию инвесторов о том, как у них продвигаются дела, об эффективности работы фонда. Хорошие рабочие отношения с инвестором – это не просто финансовые или юридические обязательства (гражданско-правовые и фидуциарные), а долгосрочный собственный интерес управляющей компании. По закону управляющая компания должна представить инвесторам лишь годовой финансовый отчет, подтвержденный аудиторской фирмой. Однако в настоящее время многие фонды предоставляют гораздо больше информации в письменной форме (как формальных отчетов, так и неформальных сообщений), а также организуют множество встреч с инвесторами для того, чтобы наладить и поддерживать с ними тесные рабочие отношения.

На становящихся все более конкурентными рынках венчурного капитала управляющие компании не только осознали, что мобилизовать капитал уже имеющихся у их фондов инвесторов будет и дешевле, и менее хлопотно, но и что новый инвестор фонда сможет захотеть, прежде чем он инвестирует, получить рекомендации от уже имеющихся инвесторов.

Помимо стандартных годовых отчетов становятся популярными полугодовые и квартальные. Чтобы быть полезными инвестору, отчеты должны быть адекватными по содержанию, своевременными и последовательными. В них следует освещать основные события за от-

четный период, отражать любые изменения по каждой инвестиции портфеля, давать пояснения к любым изменениям в продвижении вперед либо в оценках стоимости, дать отчет об эффективности фонда и неподтвержденные аудитором финансовые отчеты. Для инвесторов, которые привыкли к фондовым рынкам, где они могут получить оценку стоимости компании (или ее доли) почти мгновенно, очень важен вопрос своевременности и регулярности отчетов фонда венчурных инвестиций по его неликвидному портфелю.

Многие фонды предусматривают такие структуры, как «комитет инвесторов» или «совет консультантов», или «наблюдательный совет». Фонд может использовать такую структуру и для общения с инвесторами. Комитет может заседать один-два раза в год для обсуждения вопросов работы фонда.

Менеджер фонда должен подходить к членству в комитете стратегически, и ему не следует допускать, чтобы в нем были представлены только крупнейшие инвесторы. Членство в комитете может помочь развить более тесные отношения со знающими инвесторами, опыт которых может понадобиться по такому, например, чувствительному вопросу, как конфликт интересов. Место в комитете может также позволить познакомиться с инвестором, являющимся новичком в венчурном бизнесе.

Инвесторов обычно интересует самая свежая информация об управляющей компании и фонде, при этом в первую очередь их волнуют: изменения в команде менеджеров фонда; изменения в стратегии фонда; поток сделок; новые, недавно сделанные и потенциальные инвестиции; проданные инвестиции; эффективность работы фонда.

4.5. Генерирование потока сделок

Поток сделок – число инвестиционных возможностей, которые должна рассматривать управляющая команда фонда венчурного капитала за единицу времени. Это показатель здоровья экономической среды, в которой действует фонд, и его собственной активности. Большое число инвестиционных возможностей означает высокий уровень предпринимательской активности как в стране, так и со стороны фонда. Обычно этот показатель является также индикатором общей динамики в экономике конкретного экономико-географического региона, сигналом наступающего спада или бума.

Поток сделок предоставляет управляющему фондом «сырье», из которого необходимо выбрать предпринимателей, с которыми ему

придется пройти добрую часть пути к богатству либо бедности. Для потенциального инвестора способность управляющего фондом создать мощный поток сделок – основной критерий его надежности.

У управляющих венчурным капиталом существует три пути найти выгодные для них возможности:

1. Сидеть в конторе и просматривать то, что приходит «самотеком».
2. Более активный подход и постоянное генерирование предложений для намеченных для инвестиций компаний.
3. Создание мощной сети советников и референтов, которые будут направлять предпринимателей к венчурному инвестору.

Большинство использует все три пути, но в любом случае каждому управляющему придется позаботиться о том, чтобы создать собственный имидж на венчурном рынке и о том, чтобы уведомить всех возможных клиентов о своих.

4.5.1. Маркетинг венчурного фонда

Фонды венчурного капитала, как правило, существенно различаются по целям инвестиций, индустрии, стадии, географическому району операций и стилю деятельности. Сами предприниматели и их посредники часто не умеют формулировать финансовые потребности компаний как по объему требуемых инвестиций, так и по тому, какой финансовый инструмент им подошел бы лучше всего. С другой стороны, управляющие фондами продолжают наивно верить, что всем хорошо известно, что такое «инвестиции в акционерный капитал», и исходят из того, что «деньги – очень простой товар для продажи».

Опыт свидетельствует скорее об обратном. Венчурный капитал – сложная финансовая услуга, так что добиться на данном рынке успеха можно лишь за счет тщательно разработанной маркетинговой политики. При этом весь венчурный бизнес должен рассматриваться с точки зрения конечного результата, т. е. с позиций потребителя услуг по управлению венчурным капиталом – компании, заинтересованной в инвестициях. Вместо заявления о том, что «наша фирма готова предоставить следующие финансовые услуги...» (как это делают, например, банки), фонд венчурного капитала как бы задает вопрос сам себе: «Что хочет приобрести наш потенциальный клиент?».

Этот подход особенно трудно воспринимается в сфере финансовых услуг, когда предлагается явно дефицитный товар, который и сам предприниматель, заинтересованный в привлечении капитала, часто принимает за волшебный ключик, за средство осуществления его

мечты. Положение усложняется еще и тем, что управляющие венчурным капиталом часто рассматривают в качестве своих основных клиентов не инвестируемые компании, а инвесторов, средствами которых они управляют.

Управляющие венчурным капиталом в США и Европе давно поняли, что с развитием рынков, по мере того как появляется все больше фондов и они становятся крупнее, растет конкуренция. Теперь каждому из них приходится заботиться не только о том, чтобы собрать деньги с инвесторов, но и о том, чтобы иметь свой собственный имидж на рынке, который достаточно привлекателен для предпринимателей, заинтересованных в венчурных инвестициях. Такая маркетинговая стратегия должна стать интегральной частью венчурного бизнеса и поддерживаться ключевыми фигурами управляющей компании фонда венчурного капитала.

4.5.2. Ключевая информация о венчурной фирме

Чтобы на рынке сформировалось надлежащее представление о фонде венчурного капитала, нужно выйти на него с информацией по трем важнейшим параметрам: инвестиционная стратегия; репутация; способность обеспечивать приращение стоимости.

Инвестиционная стратегия фонда венчурного капитала обычно ясно изложена в его меморандуме или уставе. Особое значение для того, чтобы отграничить позицию фонда от позиции его конкурентов, имеют этапы, на которых фондом осуществляется инвестирование, а также то, является ли фонд универсальным или специализируется на определенных отраслях. Важно также учитывать существующие локальные, региональные или национальные ограничения для венчурных инвестиций.

Чем более сфокусирована стратегия фонда, тем легче информировать об этом рынок и тем быстрее информация дойдет до тех, на кого она рассчитана.

Репутация. Управляющая компания венчурного фонда и ее менеджеры вступают в партнерство с инвестируемой компанией и предпринимателями, получая доступ к конфиденциальной информации, а нередко и возможность влиять на стратегические решения компании. Профессиональная репутация является при этом главным критерием для того, чтобы предприниматель выбрал путь, предложенный управляющими венчурным капиталом. Чтобы создать на рынке нужный имидж управляющей компании, в публикациях можно использовать информацию об удачных инвестициях команды в прошлом, примеры

выведения проинвестированных компаний на фондовый рынок, биографические данные основных управляющих фонда, их послужные списки и истории успеха. Не следует забывать: то, что об управляющих говорят другие, действует гораздо сильнее того, что они сами рассказывают о себе. Репутацию частично создает и «молва», которой трудно управлять. На небольших рынках мгновенно распространяется информация о том, как венчурный инвестор ведет переговоры и с чем выступает на советах директоров. Поэтому особое внимание следует уделять сохранению конфиденциальной информации и последовательности поведения в сложных ситуациях.

4.5.3. Методы коммуникации

В коммуникации бизнеса с бизнесом часто приходится комбинировать связь через средства массовой информации с очень избирательным и узко сфокусированным общением, чтобы выйти именно на тех предпринимателей, которые интересуют управляющих венчурным капиталом.

Рекламируя услуги фонда венчурного капитала в финансовых газетах, журналах и специализированных изданиях, венчурный инвестор не только обретает определенный статус на рынке, но и создает для себя более широкую аудиторию для делового общения.

4.5.4. Источники сделок

Среди источников сделок можно выделить:

- Неорганизованные контакты.
- Прямой подход.
- Инвестиционные форумы.
- Рекомендованные сделки.
- Синдикация.
- Фонды ранних стадий.

Неорганизованные контакты. Как только имя венчурного инвестора появляется в ежегоднике NVCA или EVCA, начинает упоминаться в прессе, телефон начинает звонить. Испытывающие потребность в деньгах предприниматели добывают номер факса или электронной почты и перекачивают туда свои бизнес-планы объемом по 50–70 страниц. Главная проблема с таким потоком заявок состоит в том, что здесь нет предварительного контроля качества. Его придется организовать, чтобы не потонуть в бумагах.

Прямой подход. Чтобы исследовать отрасли с хорошей перспективой роста, достаточно выбрать несколько привлекательных

компаний. Прежде чем обратиться к этим компаниям, нужно выяснить, кто в них и чем конкретно занимается, откуда они появились и каково положение их товара на рынке. Обращаясь к ним, фонд тем самым объявляет о своем интересе, и в связи с этим потом бывает не так-то просто отказаться от дальнейшей работы без особых на то причин. Кроме того, этот факт может повлиять и на ход переговоров: фонд оказывается как бы в положении просителя. Положительная сторона такого подхода состоит в том, что прямой интерес фонда обычно льстит предпринимателю, и если ему придется выбирать между несколькими инвесторами, он предпочтет этот фонд тому, за которым еще нужно побегать. Появление Интернета делает возможным реализовывать прямой подход к поиску сделок в очень удобном режиме «серфинга».

Инвестиционные форумы. На таких форумах компании одного географического региона (и (или) отрасли промышленности) получают по 15–20 минут для того, чтобы представиться возможным инвесторам, после чего появляется возможность для проведения личных встреч за закрытыми дверями с глазу на глаз. Такие ежегодные конференции позволяют получить свежую информацию о состоянии дел в интересующей фонд отрасли или регионе и создают условия для установления важных неформальных контактов. Здесь компании могут выгодно представить себя, не выпрашивая денег, а инвесторы – проявить интерес, не принимая на себя каких-либо обязательств.

Рекомендованные сделки. Большая часть выгодных сделок заключается по чьей-либо прямой или косвенной рекомендации, чаще всего – со стороны благодарного фонду предпринимателя, которому помогли сделанные фондом инвестиции. Хотя рекомендованные сделки составляют обычно только 25 % от общего потока сделок, считается, что более 95 % всех реализуемых инвестиций – это рекомендованные сделки.

Чтобы таких сделок стало больше, венчурному фонду стоит создать широкую сеть таких «референтов». Ими могут стать как организации, так и частные лица, которые находятся в постоянном контакте с предпринимателями, а значит – в состоянии отыскать требуемую фонду возможность выгодного вложения капитала. У каждого из таких референтов есть собственный интерес в реализации возможной инвестиции. Аудитора может тревожить финансовое положение фирмы, кадровое агентство – низкая зарплата, которую нельзя поднять

без внешних вливаний, а банк – проблемный кредит. Их рекомендация оказывается более ценной тем, что они, как правило, лично заинтересованы в удачной сделке.

Синдикация. Особая категория референтных сделок – это приглашение «соинвестировать» от коллег по венчурному бизнесу. В Европе 34 % всех инвестиций идут через национальные синдикаты фондов, а 9 % – через международные группы инвесторов венчурного капитала. Создание единой сети венчурного капитала часто необходимо для заключения качественных сделок.

Фонды ранних стадий. Одним из способов обеспечить право на участие во вторых или последующих раундах инвестирования и в соинвестировании являются инвестиции в фонды ранних стадий.

У большинства венчурных фондов существует порог суммы инвестиций в одну компанию в несколько миллионов долларов – заявки на инвестиции рассматриваются фондом, только если на их реализацию требуется сумма, большая, чем установленный порог. Таким фондам практически невозможно инвестировать в компании на ранних стадиях их развития суммы около 100 тыс. долл.

В подобных случаях могут помочь такие «ранние бутики», которые обеспечивают различные экспертизы. Для такого «бутика» участие более крупного фонда является своего рода стратегическим альянсом, который дает возможность лучшим компаниям его портфеля получить инвестиции на следующих этапах развития. Для крупного фонда альянс с «бутиком» обеспечивает более качественный поток сделок, инсайдерскую информацию о компании еще до начала инвестирования и право «первого выбора» при конкуренции за сделку.

Очень часто поток сделок, которым занят «бутик ранних стадий», оказывается ценным источником сделок для крупных фондов. Обычно такой «бутик», вырастая и укореняясь в конкретном географическом регионе, получает много предложений о сделках, включая стадии расширения и развития, а также выкупы. Сделки, не имеющие интереса для самого бутика, могут оказаться весьма привлекательными и выгодными для более крупных игроков. Поэтому корпоративные группы и фонды венчурного капитала традиционно инвестируют в фонды ранних стадий, как бы покупая себе окно возможностей, через которое они могут следить за возникающими технологиями и компаниями. Для них инвестирование в фонды ранних стадий является способом своего рода «покупки» потока сделок для собственного развития.

4.5.5. Управление потоком сделок

Процесс венчурного инвестирования – это многошаговая и многоступенчатая процедура, которую можно сравнить с последовательным просеиванием через сита с все более мелкими ячейками. То, что успешно «проходит экзамен» на первом «грубом» сите, может быть отторгнуто на втором, более «тонком», этапе и т. д. Только самое ценное из потока сделок проходит сквозь последнее сито.

Процесс от начального контакта до заключения нотариально заверенного инвестиционного контракта на куплю доли в компании включает в себя выработку соглашений по исходной оценке стоимости, по срокам и условиям сделки и по детальной процедуре тщательного изучения, утверждение соглашений партнерством, а также заключение общего соглашения между акционерами.

Поскольку только несколько процентов от первоначальных контактов реализуется в форме совершенных сделок, чрезвычайно важно управлять с большой осторожностью потоком сделок, поступающих в фонд, и их продвижением по различным этапам рассмотрения и одобрения.

Регистрация. Начальная точка всякого управления потоком сделок – это база данных, куда поступают все заявки, релевантные стратегии фонда, и на ее основе возможно подготавливать отчеты о продвижении сделок по этапам, а также создавать статистические обзоры. В базе данных находятся сделки, поступившие в фонд и вошедшие в число отобранных для дальнейшей отработки; такие сделки формируют то, что называют «pipeline» (букв. трубопровод, или система подачи). Сделки можно подразделить на несколько категорий, например:

- новые сделки (только что поступившие в фонд, принятые к рассмотрению по формальным критериям меморандума фонда, но еще не прошедшие изучения или анализа);

- активные сделки (находящиеся на различных этапах исследования и отработки);

- неактивные сделки (отклоненные по различным причинам, но тем не менее не исключенные из «pipeline» по причине того, что фонд в будущем может вернуться к их рассмотрению);

- отклоненные сделки.

Неорганизованные контакты. Неорганизованный поток запросов об инвестировании может поступать по телефону, почте, факсу или по электронной почте. Иногда с такой заявкой обращается посетитель прямо у дверей офиса.

При любом таком обращении управляющим прежде всего необходимо понять, входит ли данное предложение в сферу интересов фонда или интересов его стратегических партнеров – из числа проинвестированных, или привлекательных для инвестирования, или из числа инвесторов фонда. Все предложения, не вмещающиеся в эти рамки, сразу отвергаются и даже не регистрируются. Все остальные предложения регистрируются, и по ним дается начальный обзор на основе анализа документов и (или) телефонных бесед. Примерно треть предложений при этом также отвергается. Решение об отказе сообщается стандартным письмом компании или предпринимателю, которого благодарят за предложенную возможность инвестировать в его компанию. Такая вежливость необходима для того, чтобы у потенциально привлекательной для инвестирования в будущем компании остались нормальные доверительные отношения с фондом, так как в будущем не исключено, что компания вновь обратится в фонд и уже не получит отказа.

Первое знакомство. Если предложение представляется действительно интересным, считается, что лучше пригласить заявителя для примерно часовой беседы к себе в офис, чем тратить время на анализ его бизнес-плана. Некоторые считают, что ценность сделки обычно обратно пропорциональна занимательности бизнес-плана. Венчурный капитал – это бизнес, который ведут люди, поэтому всегда стоит встретиться с ключевой фигурой сделки, причем, не откладывая это «на потом».

Часовая встреча, как правило, дает достаточно информации, чтобы разобраться в побудительных мотивах и личности предпринимателя, в характере бизнеса, в том, насколько он понимает нужды своих клиентов и рынок в целом, включая его основных игроков, и чтобы представить потенциал сделки в случае реализации по оптимистическому варианту развития событий. На основании такой информации необходимо принять решение об отказе от сделки или о том, чтобы начать ее проработку или детальную процедуру тщательного изучения. После первой встречи на следующий этап переходит не более 20–25 % заявок.

Прохождение сделки по этапам рассмотрения и анализа. Бывают случаи, когда переход сделки с одного этапа ее рассмотрения на другой определяется самим управляющим фонда и работа полностью оплачивается из сумм вознаграждения за управление. В некоторых фондах в принятии такого рода решений участвует инвестиционный комитет, в функции которого входит следующее:

1. Комитет рассматривает поступившие в фонд сделки, формально отвечающие критериям инвестирования, содержащимся в меморандуме фонда, предварительно проанализированные управляющей командой и представленные в форме сводной таблицы или отдельных описаний по каждой заявке. Комитет, на основе опыта своих членов, рекомендует либо не рекомендует команде продолжение работы по этим сделкам, а иногда и дает рекомендации или требования к основным параметрам структуры сделки для переговоров с компанией, запрашивающей инвестиции.

2. Комитет изучает детальные материалы по предварительному анализу и исследованию сделки, подготовленные управляющей компанией, которые могут называться «основными позициями бизнеса» (main business points) или «отчетом об оценке» (appraisal report) и соответствуют стандартным требованиям, выработанным в фонде. На основании результатов этого изучения Комитет рекомендует или не рекомендует продолжить процедуру тщательного изучения с привлечением внешних консультантов. Эти консультанты, как правило, требуются для «финансового тщательного изучения» (financial due diligence) – подтверждения исторических и прогнозных финансовых данных, представленных компанией (такое подтверждение не предусматривает полного аудита, а нацелено на верификацию основных цифр), и для «правового тщательного изучения» (legal due diligence) – подтверждения легальности ведущегося компанией бизнеса с точки зрения действующего законодательства и выполнения всех юридических процедур в ходе корпоративного развития компании.

3. Комитет анализирует результаты тщательного изучения и основные параметры сделки, согласованные управляющей компанией фонда и компанией, претендующей на инвестиции, и принимает или не принимает решение об инвестировании.

Привлечение инвестиционного комитета на ранних этапах анализа и разработки сделки имеет ряд преимуществ, так как снижает риск существенных потерь из-за отказа от сделки на поздних стадиях, когда в нее уже вложены значительные средства как в форме дорогостоящих людских ресурсов специалистов управляющей компании, так и денежных ресурсов для оплаты сторонних консультантов.

Конфиденциальность. Некоторые предприниматели буквально помешаны на секретности. Они требуют подписывать самые жесткие соглашения на этот счет, прежде чем будет раскрыта та или иная информация об их компании и бизнес-модели. На уровне первой встречи

вся информация остается строго конфиденциальной в сугубо профессиональном плане. Для успокоения предпринимателя можно еще перед началом первой встречи подписать соглашение о неразглашении информации (non-disclosure agreement), однако обычно этого не требуется.

Соглашение о конфиденциальности обычно подписывается в самом начале процедуры тщательного изучения. Оно устанавливает, что фонд обязуется использовать всю получаемую информацию лишь для определения возможностей инвестирования в компанию. Данное соглашение, однако, ограничивает эту обязанность лишь той информацией, которая не только объявлена конфиденциальной, но и не была ранее известна венчурному инвестору, не находится в данный момент и не будет находиться в будущем в общественном достоянии.

Отказ от предложения. Более 95 % из числа предлагаемых фонду инвестиционных возможностей инвестирования не получают. Умение правильно отказать в деньгах составляет важную часть венчурного бизнеса. Следующие правила помогут снизить отрицательный эффект отказов:

1. Следует избегать общих и абсолютных утверждений.
2. Стоит говорить «нет» на как можно более ранней стадии.
3. Нужно стараться не создавать фонду врагов.
4. Следует обеспечить обратную связь.
5. Всегда стоит вернуть компании заявку на инвестирование или бизнес-план.

Отчетность. Обобщенные формуляры полученных фондом заявок на инвестиции должны регулярно подготавливаться для информирования инвесторов фонда о том, какова ситуация с продвижением сделок по этапам и с процедурами.

Глава 5

ПОТРЕБНОСТЬ В ВЕНЧУРНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ СТАДИЙ РАЗВИТИЯ КОМПАНИИ

5.1. Стартап и первый раунд финансирования

Стартап и первый раунд финансирования занимают два-три года и наиболее трудны в смысле получения необходимых средств, так как мало кто готов поверить только в идею. Факты говорят о том, что только незначительное число новых идей обладают потенциалом принести доход. Особенно трудно убедить в новой идее венчурного инвестора, ибо идеи к нему поступают постоянно, и одни из них являются хорошими, а другие – буквально бредовыми. Ключевым моментом данного этапа является получение модели или образца продукта, так как возникают перспективы возможностей маркетинга и производства.

Каждый, кто инвестирует в стартап, принимает на себя высокий риск и поэтому вправе рассчитывать на высокую награду.

5.2. Период развития, или второй раунд

Когда идея воплотилась в прототип продукта и имеются экономические расчеты и анализ рынка, шансы на получение венчурного капитала существенно возрастают. Тем не менее не так-то легко убедить инвестора, что идея, заработавшая в виде прототипа, может быть выведена на рынок и принесет прибыль. Как правило, в рамках второго раунда финансирования компании требуется два-три года для достижения «точки безубыточности». Однако многим компаниям, вышедшим на второй раунд, достичь безубыточности так и не удается. Венчурный капитал по-прежнему принимает на себя высокий риск и заинтересован в существенном возврате на инвестиции.

5.3. Период экспансии, или третий раунд

На этой стадии своего развития компания уже создала продукт или услугу и продает их на рынке с определенным успехом, перейдя через точку безубыточности. У компании появилась возможность за-

имствований, и при этом она нуждается в дополнительном финансировании для дальнейшего развития бизнеса. Здесь в большинстве случаев без венчурного капитала не обойтись.

Компания в это время, как правило, все еще находится в непосредственной близости от точки безубыточности по операционной деятельности и доступ к банковскому капиталу существенно ограничен. Однако у предпринимателя уже имеется достаточно прочная позиция в переговорах с сообществом венчурных инвесторов, так как стоимость бизнеса и перспективы его роста могут быть оценены достаточно точно. Оценка компании существенно вырастает по сравнению с предыдущими стадиями, и акций можно будет продать меньше, оставив большую долю собственности в руках учредителей.

5.4. Период роста, или четвертый раунд

Когда компания работает успешно и генерирует прибыль, она все равно будет нуждаться в средствах для финансирования продолжения роста. Компания успешно прошла точку безубыточности и успешно «делает деньги» – теперь она стала весьма привлекательной не только для сообщества венчурных инвесторов, но и для прямых инвесторов. Возможно, она ограничится продажей лишь небольшой доли в капитале для получения средств в существенном размере при условии сочетания роста акционерного капитала с ростом заемного.

На этом этапе для ряда высокотехнологических компаний, работающих в странах с развитым фондовым рынком или привлекательных для инвесторов глобального рынка, доступной альтернативой прямым и венчурным инвестициям уже становится первоначальное предложение акций на продажу на публичном рынке (IPO). В том или ином случае завершением данного этапа должен стать выход учредителей и привлеченных на предыдущих этапах инвесторов компании через продажу стратегическому инвестору или на публичном рынке.

5.5. Выкупы с использованием заемных средств

Выкуп компании у прежних владельцев (учредителей и инвесторов) с использованием заемных средств собственными менеджерами или специальным фондом, привлечшим команду менеджеров извне – это специальный случай.

Профессиональные менеджеры могут пожелать сменить статус и вместо наемных работников стать предпринимателями, обратив-

шись к венчурному инвестору для получения акционерного капитала, чтобы привлечь долг и выкупить компанию.

Иногда это будет внешняя команда, знающая данный бизнес и умеющая управлять им эффективно, а иногда – менеджеры отделения более крупной компании, заинтересованные в том, чтобы выкупить данное подразделение и вести бизнес независимо от крупной компании.

В случае малого бизнеса, это, как правило, команда менеджеров, не являющихся акционерами, желающая выкупить бизнес у прежних владельцев, заинтересованных в выходе из бизнеса. Многие венчурные инвесторы интересуются данным типом инвестиций, так как бизнес понятен, риски – умеренны, а высокий уровень финансового рычага предполагает возможность высокой доходности.

5.6. Ситуации, требующие реструктуризации и оздоровления фирмы

Некоторые венчурные инвесторы специализируются на финансировании реструктуризации бизнеса в том случае, если компания оказалась не в состоянии реализовать свой бизнес-план и продемонстрировать запланированные показатели, или попала в проблемную ситуацию, или близка к банкротству.

Реструктуризация требует денег и поддержки менеджмента. Реструктуризация не проста в смысле организации финансирования, и только ограниченное число венчурных инвесторов готовы рискнуть, работая с данным типом инвестиций. Большинство венчурных инвесторов осознают, что в случае реструктуризации бизнеса имеются сотни возможностей для провала, при этом обычно рассматривается и осмысливается (в виде плана действий) не более 20, в то время как остальные могут проявиться в любой момент. Недостижение компанией показателей бизнес-плана может быть вызвано недостаточно хорошим менеджментом или же ошибками в бизнес-модели и выборе продукта, рынка или области бизнеса (тогда ситуацию исправить труднее, и более целесообразным может стать запуск новой компании).

Презентация венчурному инвестору плана реструктуризации должна быть сосредоточена на новой управляющей команде: в нем должно быть подробно описано, как она сделает компанию прибыльной и что она предпримет для того, чтобы сделать это достаточно быстро.

5.7. Частное размещение

Одним из этапов успешного развития компании, еще до момента вывода ее на публичный рынок через IPO или продажи контроля стратегическому инвестору, могут выступать частные акции или паи.

На этом этапе компания, работающая с хорошей рентабельностью, прибыльная и обладающая потенциалом развития, получает возможность, не становясь публичной компанией (для этого требуется определенный масштаб операций и жесткие обязательства в области корпоративного управления – предложить часть своих акций (обычно неконтрольный пакет), выпущенных путем регистрации новой эмиссии, квалифицированным инвесторам. Этими инвесторами, как правило, выступают инвестиционные банки (которые организуют и само частное размещение), фонды прямых инвестиций или стратегические инвесторы.

Условием успеха частного размещения выступают хорошие финансовые показатели работы компании и перспективы ее роста. Именно на их основе инвесторы оценивают стоимость компании и определяют цену, которую они готовы заплатить за акции (паи), и определяют будущую доходность вложений. При этом стоимость акций (паев) может вырасти в несколько раз, снабжая компанию все более дешевыми финансовыми ресурсами.

Технологии рациональной организации частных размещений являются относительно сложными, а стоимость услуг в этой области может быть весьма высокой. Положительным моментом частного размещения становится также то, что часть инвесторов компании и (или) ее учредителей получают возможность полного или частичного выхода из инвестиций еще до того, как наступит запланированный выход, а стратегические инвесторы или игроки публичного рынка акций получают возможность лучше узнать компанию и оценить ее возможности и перспективы. Сама компания получает возможность «подтягивать» качество своего корпоративного управления до уровня требований публичного рынка постепенно, накапливая опыт и завоевывая репутацию прозрачной и дружелюбной для инвесторов компании.

5.8. Публичные предложения и первичные размещения акций

Некоторые фонды венчурного капитала и фонды взаимных инвестиций, работающие на публичном рынке, специализируются на выпусках новых акций или на публичных предложениях (РО) уже

выпущенных акций быстрорастущего бизнеса еще на втором-третьем раунде финансирования. Такого рода сделки случаются не постоянно, а время от времени даже в странах с развитым фондовым рынком. Венчурный капитал в таких случаях заинтересован в существенном росте и разогретом рынке. Обычное первоначальное публичное предложение акций (IPO), произведенное в конце четвертого этапа финансирования, может рассматриваться как венец развития новой компании и начало нового этапа корпоративной истории.

Условием IPO выступает акционирование, перевод компании в правовую форму публичной компании. Первоначальному первичному предложению может предшествовать размещение акций среди группы квалифицированных инвесторов.

Портфельные инвесторы публичного рынка играют существенную роль в цене привлекаемого капитала. При этом акции компании становятся доступными для неопределенно широкого круга внешних инвесторов, что влечет за собой как положительные, так и отрицательные последствия для компании. Публичное размещение, как правило, сопровождается включением акций компании и листинг биржи или вывод на внебиржевой рынок. После публичного размещения база инвесторов компании расширяется, и в их число входят как институциональные инвесторы, называемые «портфельными», так и индивидуальные инвесторы. Это, с одной стороны, повышает ликвидность акций, а с другой стороны, сохраняя контроль над компанией для «старых собственников», в то же время открывает внешним инвесторам путь к получению контроля над компанией, недружественным слияниям и поглощениям.

Глава 6

ОЦЕНКА ИННОВАЦИОННОЙ КОМПАНИИ И ДОЛИ В НЕЙ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТОРА

6.1. Общие подходы к оценке компаний

В основе рыночной цены сделки, выступающей результатом согласования цен продавца и покупателя, лежит внутренняя величина – стоимость, которая, будучи количественно определенной в условиях конкретного рынка, представляет собой рыночную стоимость. Однако следует учитывать, что стоимость компании определяется доходами от ее деятельности, емкостью рынка, устойчивостью конкурентных преимуществ и другими фундаментальными факторами. В случае с венчурными инвесторами речь идет об оценке новых компаний, осуществляющих инновации, т. е. часто открывающих ранее не существующие рынки. Судить о емкости таких рынков, о конкуренции, об устойчивости конкурентных преимуществ инновационных стартапов зачастую можно только приблизительно. Поэтому традиционные подходы к оценке бизнеса «в чистом виде» не всегда могут быть применены венчурными инвесторами. Подходы, используемые венчурными инвесторами, базируются на традиционных, однако они должны быть модифицированы по сравнению с обычной практикой, поскольку призваны оценивать молодые непубличные компании. Методы оценки компаний в венчурном инвестировании представлены в табл. 6.1.

Договорный метод является наиболее простым, так как не требует применения каких-либо формализованных расчетных процедур, а опирается в основном на интуицию инвестора и на его знание рынка, а также на способность предпринимателя (менеджмента) компании представить ее в выгодном свете в глазах инвестора. Как правило, этот метод применяется для оценки компаний, находящихся на ранней стадии развития, а поскольку венчурные фонды неохотно инвестируют в такие проекты, то договорный метод применяется в основном бизнес-ангелами или корпорациями при оценке стратегически перспективных инвестиций в инновационные проекты.

Остальные методы требуют более подробного рассмотрения.

6.2. Метод мультипликаторов

Метод мультипликаторов (рыночных сопоставлений) является аналогом сравнительного подхода к оценке бизнеса.

Более обоснованные результаты можно получить, если осуществить последовательность операций, представленную на рис. 6.1.

Таблица 6.1

Методы оценки компаний в венчурном инвестировании

Метод	Описание метода
Договорной метод	Стоимость компании определяется на основе договоренности между ее основателями и инвесторами. Эта договоренность является результатом уторговывания ожиданий обеих сторон относительно перспектив роста и доходности компании
Метод мультипликаторов (рыночных сопоставлений)	Используются коэффициенты отношения стоимости к операционным показателям для компаний, аналогичных оцениваемой по отрасли, уровню риска, размерам, темпам роста (Валдайцев, 1997)
Метод дисконтированного денежного потока	Стоимость компании определяется как сумма кумулятивного дисконтированного денежного потока за период ее развития плюс дисконтированная стоимость остаточного денежного потока на «выходе» из проекта
Венчурный метод	Прогнозная стоимость компании при выходе дисконтируется по ставке, приемлемой для венчурного инвестора. Оценивается целевая доля венчурного инвестора в компании на момент выхода
Метод реальных опционов	Учитываются возможности принятия управленческих решений, повышающих стоимость компании или минимизирующих потери

Обычно система мультипликаторов, используемая венчурными капиталистами, сложнее, и включает следующие показатели:

- прибыль до выплаты процентов и налогов (*EBIT*);
- общий показатель прибыли компании (прибыль до выплаты процентов, налогов, начисления износа и амортизации, *EBITDA*);
- стоимость предприятия (enterprise value, *EV*), рассчитываемая как рыночная стоимость собственного капитала компании за вычетом рыночной стоимости ее долга и величины денежных средств);
- рыночная капитализация (рыночная стоимость собственного капитала);

- чистая прибыль компании;
- количество работников и др.

На основе этих показателей рассчитывается ряд мультипликаторов.

1. Мультипликатор «стоимость предприятия/прибыль до выплаты процентов и налогов» ($EV/EBIT$).

Показатель «стоимость предприятия» отражает рыночную стоимость всех рыночных активов компании, выражаемых в ее обыкновенных и привилегированных акциях, облигациях, долгосрочной задолженности. Однако для непубличных компаний его оценка затруднена и опирается на анализ денежных потоков компании. Показатель «прибыль до выплаты процентов и налогов» может рассматриваться как мера роста денежных потоков. В целом мультипликатор может рассматриваться как отношение рыночной стоимости компании к генерируемым ею денежным потокам.

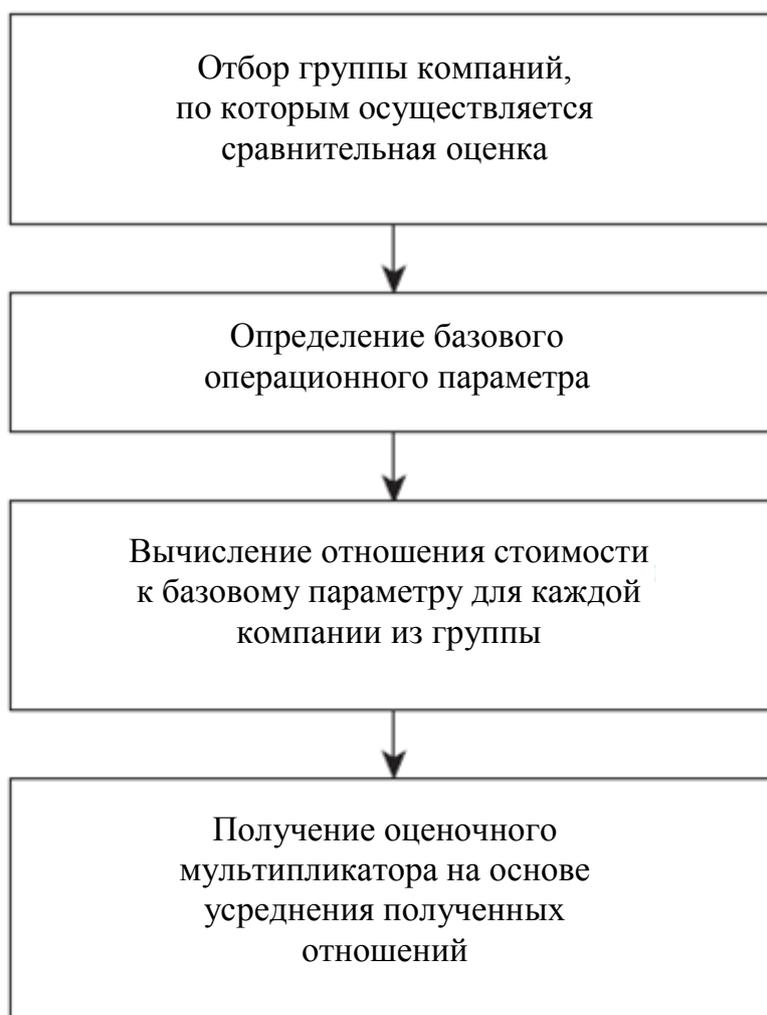


Рис. 6.1. Алгоритм применения метода мультипликаторов при оценке компаний

2. Мультипликатор «стоимость предприятия/прибыль до выплаты процентов, налогов, начисления износа и амортизации» ($EV/EBITDA$) в последние годы приобрел много сторонников среди аналитиков в силу следующих причин:

– фирм с отрицательной величиной $EBITDA$ гораздо меньше, чем компаний с отрицательной величиной чистой прибыли ($net\ income$, NI или чистая прибыль на акцию, $earnings\ per\ share$, EPS). Таким образом, использование показателя $EBITDA$ позволяет обеспечить более представительную и сопоставимую выборку для анализа;

– различия в методах начисления амортизации у разных фирм (некоторые предприятия используют линейный метод начисления, другие прибегают к различным формам нелинейного начисления амортизации, в том числе ускоренного) могут оказать значительное влияние на показатели операционной и чистой прибыли, но не влияют на показатель $EBITDA$;

– при сравнении фирм с разным уровнем финансового рычага этот показатель прибыли легче сопоставлять, чем другие.

Однако рассмотрение этого мультипликатора как аналога первому возможно только для краткосрочного периода времени, когда темпы инвестирования в активы соответствуют темпам их обесценивания в результате износа, учитываемого амортизационной политикой.

Указанные два мультипликатора, как можно заключить из состава включаемых в них показателей, уменьшаются при увеличении стоимости капитала компании и снижении темпов ее роста. Поэтому их использование для оценки венчурных фирм может привести к противоречивым результатам.

3. Разновидностью приведенных выше мультипликаторов является мультипликатор «стоимость предприятия/выручка». Хотя, на первый взгляд, этот коэффициент не может быть информативным, поскольку не содержит сведений о прибыльности компании и, следовательно, не показывает ее денежные потоки, венчурные инвесторы достаточно часто прибегают к нему для быстрой оценки перспектив компании. В быстро растущих высокотехнологичных отраслях экономики, предпочитаемых венчурными инвесторами, период окупаемости инвестиций достаточно велик, и многие компании в течение длительного времени демонстрируют отрицательные прибыли при высоких темпах роста выручки.

4. Мультипликатор «цена/прибыль», PE является самым распространенным в инвестиционном анализе. Он рассчитывается как отно-

шение рыночной цены акции к прибыли, приходящейся на одну акцию. Однако для венчурных фирм расчет этого показателя может оказаться бесполезным, так как в силу длительной окупаемости вложений такие фирмы часто бесприбыльны в течение длительного периода времени и коэффициент, таким образом, оказывается заведомо завышенным. Кроме того, трудно ожидать высокой сопоставимости показателей по группе компаний в силу различий в методике расчета показателя «прибыль на одну акцию» (*EPS*). Этот показатель может рассчитываться по первоначальной, форвардной, отслеживаемой, полностью разбавленной и другим характеристикам прибыли. Еще одной проблемой, связанной с данным мультипликатором, является то, что он характеризует стоимость предприятия только по собственному капиталу и не учитывает стоимость долга.

5. Мультипликатор «цена/прибыль/темпы роста» (*PE*), *PEG* рассчитывается как частное деления мультипликатора «цена/прибыль» на ожидаемые темпы роста прибыли на акцию. Он используется для сопоставления значений расчетной стоимости предприятий, функционирующих в одном и том же секторе экономики.

Следует отметить, что мультипликаторы прибыли (*PE*, *PEG* и их модификации) в конечном счете определяются теми же переменными, которые определяют и стоимость фирмы, рассчитываемую на основе дисконтируемых денежных потоков. Это операционная доходность, риск и ожидаемые темпы роста. Фирмы с более высокими темпами роста, меньшим риском и более высокими коэффициентами выплат должны оцениваться по более высоким значениям мультипликаторов прибыли, чем сопоставимые компании. Однако практика показывает, что очень часто использование этих мультипликаторов приводит к ошибочным заключениям. В целом используемые аналитиками методики несовершенны и, несмотря на глубину изучения бизнеса компаний, часто приводят к грубым ошибкам при оценке.

6. Мультипликатор «стоимость предприятия, приходящаяся на одного работника» рассчитывается как отношение стоимости предприятия к численности его персонала. Логика использования этого показателя заключается в том, что рост численности персонала является самым чувствительным показателем, характеризующим потенциальный рост фирмы. Недаром в законодательстве большинства стран именно количество работников является официально установленной характеристикой размера предприятия.

Таким образом, мы определили шесть показателей, позволяющих оценивать стоимость компании с точки зрения инвесторов (рис. 6.2).

Однако на практике показателей может быть больше и порядок их использования во многом определяется личными предпочтениями инвестора (аналитика).



Рис. 6.2. Мультипликаторы стоимости компании

Метод мультипликаторов достаточно широко распространен при оценке компаний инвестиционными институтами в силу своей простоты, доступности и ориентированности на рынок. Однако у этого метода есть и серьезные недостатки. Достоинства и недостатки метода мультипликаторов представлены в табл. 6.2.

Таблица 6.2

Достоинства и недостатки метода мультипликаторов

Достоинства метода	Недостатки метода
Необходимо гораздо меньшее число данных и затрат времени по сравнению с более сложными методами оценки. Используется также меньшее число явных предпосылок	Данные достаточно легко поддаются манипуляциям. «Предубежденный аналитик, имеющий возможность выбора мультипликаторов для проведения оценки и отбора сопоставимых фирм, способен обосновать почти любое значение стоимости» (Дамодаран, 2006, с. 608)
Сравнительную оценку проще понять и представить клиентам, чем оценку через дисконтирование денежных потоков	Используемые показатели не отражают ключевые факторы роста стоимости, такие как возможности развития, потенциал денежных потоков, риск
Сравнительная оценка отражает текущее состояние рынка. Она в целом будет приводить к значениям стоимости, которые окажутся ближе к рыночному курсу, чем оценки дисконтированных денежных потоков	То, что мультипликаторы отражают текущее состояние рынка, означает также, что использование данного метода может привести к слишком высокой оценке компании (если рынок переоценивает выборку сопоставимых фирм) или слишком низкой, если рынок недооценивает сопоставимые фирмы

В случае венчурного бизнеса следует учитывать и то, что оценка должна проводиться по непубличным компаниям либо по сопоставимым публичным (но их может и не быть, если компания инновационна). Следовательно, для случая венчурного инвестирования нужно выбирать компании с показателями, близкими к оцениваемой, если реализуется благоприятный сценарий выхода для оцениваемой компании.

Существенную проблему составляет также выбор самого базового параметра, с которым производятся сопоставления. Большинство аналитиков сходятся во мнении, что для высокотехнологичных компаний наилучшим параметром будет соотношение PEG (цена акции/прибыль/рост). Однако, учитывая, что финансируемые фирмами венчурного капитала компании на ранних стадиях бесприбыльны, возможно, лучшим показателем будет соотношение цены к объему продаж или стоимости к объему продаж.

6.3. Метод дисконтированных денежных потоков

В отличие от метода мультипликаторов метод дисконтированных денежных потоков позволяет получить так называемую оценку фундаментальной стоимости, не зависящей от текущей ситуации на рынке.

Рыночная оценка бизнеса во многом зависит оттого, каковы его перспективы. При определении рыночной стоимости бизнеса учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. При этом очень важно, когда именно собственник будет получать данные доходы и с каким риском это сопряжено. Все эти факторы, влияющие на оценку бизнеса, позволяют учесть метод дисконтирования денежных потоков (далее – метод DCF).

Определение стоимости бизнеса методом DCF основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Считается, что в результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Данный метод оценки считается наиболее приемлемым с учетом инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т. д., а поток будущих доходов, позволяющих ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. С этой точки зрения все предприятия, к каким бы отраслям экономики они ни принадлежали, производят всего один вид товарной продукции – деньги.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Тем не менее существуют ситуации, когда он объективно дает максимально точный результат рыночной стоимости предприятия. Применение данного метода наиболее обоснованно для оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно прибыльной) и находящихся на стадии стабильного экономического развития.

Метод DCF в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости бизнеса может быть фактом для принятия управленческих решений).

Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, пусть даже и многообещаю-

щих. Отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса.

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков показаны на рис. 6.3.

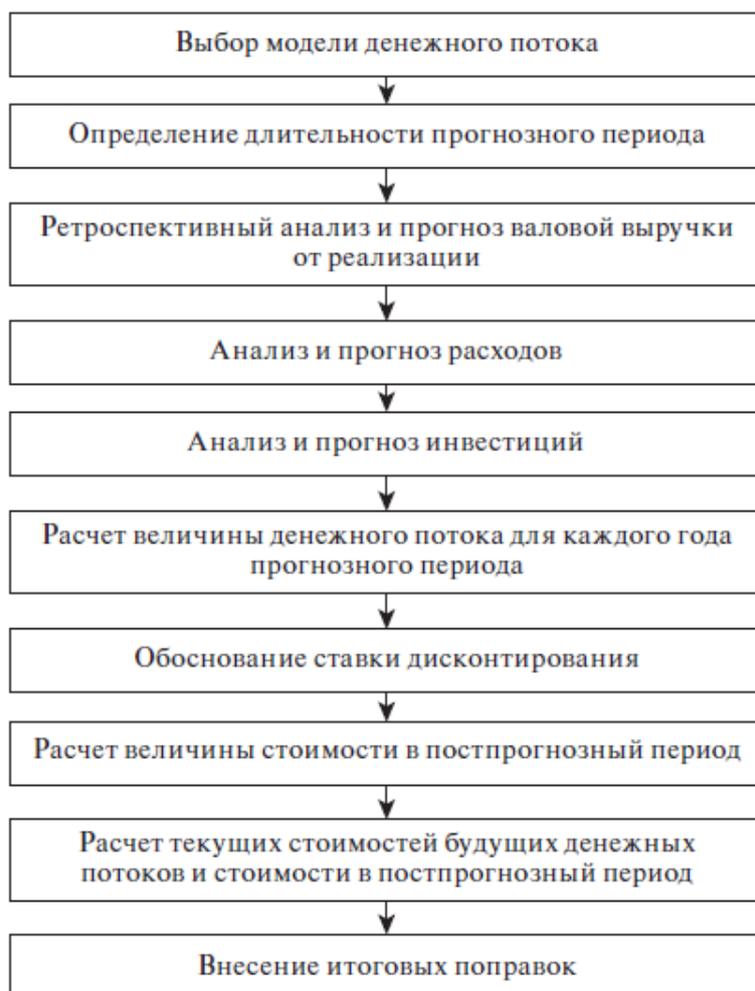


Рис. 6.3. Основные этапы проведения оценки методом DCF

Ниже рассмотрены данные этапы в более подробной форме.

Выбор модели денежного потока. При оценке бизнеса можно применять одну из двух моделей денежного потока:

- для собственного капитала;
- для всего инвестированного капитала.

Согласно модели денежного потока для всего инвестированного капитала стоимость собственного капитала предприятия определяется как стоимость его операций (инвестированного капитала) за вычетом стоимости заемного капитала и привилегированных акций.

Данная модель особенно пригодна для оценки многопрофильного бизнеса. Применяя модель денежного потока для всего инвестированно-

го капитала, условно можно не различать собственный и заемный капиталы предприятия и считать совокупный денежный поток. Исходя из этого расчет начинается не с чистой прибыли, а с прибыли до уплаты процентов и налогов, т. е. условно принимается, что проценты также подлежат обложению налогом на прибыль. Такая трактовка зафиксирована в Международных стандартах оценки. Кроме того, поскольку в этой модели условно не различают собственный и заемный капиталы предприятия, изменение долгосрочной задолженности не учитывается при расчете денежного потока. Итогом расчета по второй модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

Определение длительности прогнозного периода. Согласно методу DCF стоимость предприятия основывается на будущих, а не на прошлых денежных потоках. Поэтому задачей оценщика является выработка прогноза денежного потока (на основе прогнозных отчетов о движении денежных средств) на какой-то будущей временной период начиная с текущего года. В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов).

Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации. Анализ валовой выручки и ее прогноз требуют детального рассмотрения и учета ряда факторов, среди которых:

- номенклатура выпускаемой продукции;
- объемы производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста предприятия;
- спрос на продукцию;
- темпы инфляции;
- имеющиеся производственные мощности;
- перспективы и возможные последствия капитальных вложений;
- общая ситуация в экономике, определяющая перспективы спроса;
- ситуация в конкретной отрасли с учетом существующего уровня конкуренции;
- доля оцениваемого предприятия на рынке;
- долгосрочные темпы роста в постпрогнозный период;
- планы менеджеров данного предприятия.

Следует придерживаться общего правила, заключающегося в том, что прогноз валовой выручки должен быть логически совместимым с ретроспективными показателями деятельности предприятия и отрасли в целом. Оценки, основанные на прогнозах, которые заметно расходятся с историческими тенденциями, представляются неточными.

- Анализ и прогноз расходов.** На данном этапе необходимо:
- учесть ретроспективные взаимозависимости и тенденции;
 - изучить структуру расходов, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек;
 - оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;
 - изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встречаться;
 - определить амортизационные отчисления исходя из наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;
 - рассчитать затраты на выплату процентов на основе прогнозируемых уровней задолженности;
 - сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями.

Анализ и прогноз инвестиций. Такой анализ включает три основных компонента и осуществляется в порядке, представленном на рис. 6.4.



Рис. 6.4. Анализ и прогноз инвестиций

Величина собственного оборотного капитала (в западной литературе применяются термины «рабочий капитал» или «чистый оборотный капитал») – это разность между текущими активами и обязательствами. Она показывает, какая сумма оборотных средств финансируется за счет средств предприятия.

6.4. Венчурный метод

Венчурный метод является модификацией метода дисконтированных денежных потоков, учитывающей только стоимость компании на период выхода из нее венчурного капиталиста.

Стоимость компании на момент выхода может быть найдена методом дисконтированных денежных потоков либо методом рыночных аналогов. В последнем случае необходимо учитывать также вероятность успешного выхода. Таким образом, можно построить следующую модель оценки.

Пусть EVE (expected value of exit) – ожидаемая стоимость компании на момент выхода из нее венчурного инвестора; p – вероятность успешного выхода. Если этот выход ожидается через T лет и дополнительных раундов финансирования не предвидится, то текущая стоимость компании на момент выхода, PVE , может быть найдена следующим образом:

$$PVE = \frac{EVE \cdot p}{(1 + r_{vc})^T}, \quad (6.1)$$

где r_{vc} – ставка дисконтирования для венчурного капиталиста, однако возможны и другие ее интерпретации, поскольку данный метод учитывает не только фундаментальные, но и рыночные факторы, оказывающие влияние на стоимость компании.

Выражение

$$\frac{p}{(1 + r_{vc})^T}$$

представляет собой эффективный коэффициент дисконтирования для оценки стоимости компании на момент выхода венчурного капиталиста. Выражение, обратное этому показателю, – будущая желаемая стоимость денег для венчурного капиталиста, M :

$$\frac{p}{(1 + r_{vc})^T} = \frac{1}{M}.$$

Тогда чистая дисконтированная стоимость компании по венчурному методу может быть найдена так:

$$NPV_{vc} = PVE - K_0,$$

где K_0 – объем первоначальных инвестиций венчурного капиталиста.

Венчурный метод позволяет оценить и текущую стоимость объема венчурных инвестиций как доли в акционерном капитале инвестируемой компании:

$$RCOP = \frac{RFOP}{r_{vc}}, \quad (6.2)$$

где $RCOP$ (required current ownership percentage) – текущая доля венчурного капитала в капитале инвестируемой компании; $RFOP$ (required final ownership percentage) – доля венчурного капитала на момент выхода из компании с учетом нескольких раундов финансирования. Однако на практике доля венчурного капитала в акционерном капитале инвестируемых компаний редко опускается ниже 20 %.

Учитывая, что венчурный инвестор предполагает вложить в компанию 6 млн долл., чистая текущая стоимость инвестирования составит 8,92 млн долл., и рекомендуется не только осуществить инвестиции, но впоследствии провести дополнительные раунды финансирования и увеличить долю венчурного инвестора в компании.

6.5. Метод реальных опционов

Метод реальных опционов (*real options valuation*, ROV) позволяет учитывать ценность различных управленческих решений (прекращение проекта, расширение, привлечение дополнительных инвестиций, перенос сроков на более благоприятное время) в ходе реализации инвестиционного проекта.

Понятие реального опциона определяется как право (но не обязательство) его владельца на совершение определенного действия в будущем.

Важнейшей особенностью метода ROV является его соответствие реалиям быстро меняющейся экономической среды, в которой функционируют предприятия, и необходимости адаптации к ней. В настоящее время данный метод еще не признан в полной мере – о возможностях и пределах его применения продолжаются активные дискуссии. Тем не менее само внимание к методу, проявляемое спе-

циалистами в различных странах, позволяет сделать вывод, что его исследование является актуальной задачей и для России.

Реальный опцион создается всегда, когда возникает необходимость принятия последовательных инвестиционных решений. Собственно говоря, управление технологическим портфелем может рассматриваться как управление портфелем опционов. Инвестиции в новые технологии необходимы не столько потому, что обеспечивают предприятию положительную чистую текущую стоимость, т. е. увеличение его рыночной стоимости, сколько потому, что они укрепляют конкурентные позиции предприятия на рынке и создают возможности для будущих инвестиций.

При формировании портфеля проектов, таким образом, может осуществляться двухуровневый процесс принятия инвестиционных решений. На втором уровне осуществляется стандартная процедура оценки инвестиционных проектов с чистой дисконтированной стоимостью в качестве основного критерия. На первом уровне «проекты могут представлять определенную ценность для компании прежде всего из-за тех возможностей, которые они способны открыть в будущем» (Брейли, 1997).

Рассмотрение проекта с точки зрения концепции реальных опционов является поиском дополнительных возможностей, которые не были учтены при классическом анализе. В целом опционная теория выделяет две группы дополнительных возможностей, содержащихся в инвестиционном проекте.

Первая группа – возможности изменения параметров инвестиционного проекта с течением времени. Это может быть расширение или сокращение проекта, изменение источников сырья или отказ от реализации проекта после получения дополнительной информации.

Вторая группа возможностей характеризует внешнюю сторону проекта, т. е. выполнение одного проекта делает возможным другой проект, который был бы нереален без завершения первого. Таким образом, возможность в широком смысле этого слова может иметь свою стоимость, при этом чем больше подобных возможностей содержится в проекте, тем большую стоимость он имеет. Концепция реальных опционов позволяет количественно оценить имеющиеся в проекте возможности и тем самым включить их в расчет стоимости инвестиционного проекта.

В теории оценки опционов описаны следующие виды реальных опционов, заложенных в инвестиционных проектах:

1. Опцион на выбор времени реализации проекта присутствует, если решение о начале основных инвестиций может быть отложено. Это позволяет менеджменту определить точную дату в будущем, когда необходимо начать основные инвестиции.

2. Опцион на отказ от проекта. В методах традиционного анализа проекта предполагается, что он будет осуществляться в течение всего предусмотренного времени. Однако на практике часто имеется возможность прекратить проект в этот период, в чем и состоит суть данного вида реальных опционов. Опцион на отказ от проекта, дающий право продать денежные потоки, начиная с определенного момента времени, дает компании возможность прервать проект в случае негативной рыночной ситуации. При этом компания может распродать все имеющиеся в ее распоряжении активы или использовать эти активы для других проектов, получив в обоих случаях определенные компенсирующие выплаты.

Эти опционы важно учитывать для проектов, характеризующихся необходимостью осуществления крупных долгосрочных инвестиций. Опционы данного вида также важны для инновационных проектов, когда нет уверенности в том, что продукт проекта будет пользоваться спросом.

3. Опцион на осуществление последовательных инвестиций возникает, когда инвестиции в ходе проекта осуществляются последовательно друг за другом и при этом есть возможность прервать его на любой стадии в случае негативного развития ситуации. Подобный проект может быть представлен как серия реальных опционов. Каждая отдельная стадия проекта содержит в себе опцион на стоимость будущих стадий инвестирования.

Характерным примером использования опционов на осуществление последовательных инвестиций является фармацевтическая отрасль. Производство нового лекарства требует проведения нескольких серий исследований и тестов. При этом вероятность конечного успеха увеличивается по мере перехода к новой стадии проверки.

4. Опционы роста также являются важнейшим элементом корпоративных стратегий. Опцион роста используется, когда начальные инвестиции служат необходимым условием будущего развития. При этом текущий проект может рассматриваться как звено в цепи связанных между собой проектов. Следует отметить, что очень часто подобные проекты имеют отрицательную чистую дисконтированную стоимость, если их рассматривать автономно. Опционы роста, как от-

мечалось выше, имеют особую ценность при рассмотрении проектов, связанных с технологическими инновациями.

5. Опцион на расширение возможностей использования проекта по своей сути является оценкой наличия у проекта своеобразных резервов, избыточных мощностей либо ресурсов, которые могут быть использованы в случае благоприятного развития конъюнктуры. Соответственно проект, содержащий опцион на расширение, обладает большей стоимостью, поскольку позволяет в случае позитивной рыночной конъюнктуры путем ввода дополнительных мощностей получить большую отдачу от позитивного движения рынка.

6. Опцион на сокращение является обратным опциону на расширение. В нем содержится возможность уменьшить, не отказываясь полностью, использование проекта (например, объем выпускаемой продукции) в случае негативной конъюнктуры рынка. Это позволяет сократить издержки по сравнению с проектом, не содержащим в себе данного реального опциона.

7. Опцион на приостановку проекта дает возможность приостановить реализацию проекта на период негативной конъюнктуры рынка.

8. Опцион на изменение используемых для реализации проекта ресурсов (например, сырья).

9. Опцион на изменение конечного продукта при постоянных ресурсах.

Некоторые проекты могут содержать в себе более одного реального опциона. При оценке подобного проекта следует учитывать все виды реальных опционов, содержащихся в нем. При количественной оценке общий результат можно получить простым суммированием стоимости всех имеющихся видов опционов.

Наиболее очевидными в случае внедрения инновационных технологий являются опцион роста и опцион на осуществление последовательных инвестиций (по своей сущности это опционы на покупку права инвестировать, «колл»). Описывающие этот вид опциона изучают случай, когда первый проект является убыточным по критерию чистой дисконтированной стоимости, но дает возможность предприятию выйти на рынок с другим проектом.

Глава 7

ОТБОР И АНАЛИЗ ФОНДОВ

7.1. Поиск и оценка фондов, предлагающих венчурный капитал

Компании, заинтересованной в привлечении венчурных инвестиций, стоит начать с фондов, управляющие компании которых расположены ближе к ней территориально, так как фонды предпочитают работать с портфельными компаниями, расположенными неподалеку. Если не удалось привлечь венчурный капитал от фондов, работающих в том же регионе, необходимо подготовить обоснованное объяснение, почему пришлось искать венчурный капитал в других регионах. Среди основных причин могут быть следующие: неготовность региональных источников венчурного капитала инвестировать в определенную отрасль; венчурный капитал, привлекаемый из другого региона, специализируется в данном типе бизнеса; требуется не только капитал, но и специалисты, которых нет у фондов, работающих в том же регионе.

После составления списка потенциальных источников, можно перейти к следующей фазе – выяснить вопросы деловой этики применительно к кандидатам: выполняются ли фондом обязательства; не вовлечен ли потенциальный источник инвестиций в судебные процессы; является ли источник прибыльным; имеются ли у него в данный момент деньги и специалисты. Для получения сведений по фондам можно использовать кредитные бюро, записи судебных палат и другую информацию, ведь речь идет о партнере, с которым придется сотрудничать в течение длительного периода времени.

В переговорах с кандидатами на роль источника инвестиций можно задать вопрос об уже заключенных сделках и связаться с компаниями, которые работали с данным источником венчурного капитала, получить отзыв обслуживающего банка и т. п.

В переговорах с потенциальным инвестором стоит сосредоточиться на нескольких вопросах:

1. Имеются ли у источника фонды для инвестиций в настоящее время?

2. Имеется ли у источника возможность рассмотреть заявку на инвестиции в приемлемый срок?

3. Работает ли данный источник в той области бизнеса, для которой требуются инвестиции?

4. Стоит ли попытаться установить контакты с другими источниками?

7.2. Проверка прошлого фонда и управляющей компании

Для того чтобы убедиться, что состоялся контакт с адекватным фондом и уважаемой управляющей компанией, необходимо переговорить с собственным банкиром и банкиром фонда и прояснить ряд моментов:

- Наличие средств для инвестирования.
- Репутация.

Сведения об аудиторе, консультантах, юристах фонда, которые также дадут некоторое представление о потенциальном партнере. Необходимо получить от венчурного фонда список компаний, в которые он уже инвестировал, и задать вопросы этим компаниям. Среди вопросов, которые необходимо выяснить, можно выделить следующие:

- Как долго занял процесс получения денег?
- Является ли стоимость услуг венчурного фонда разумной?
- Являются ли менеджеры управляющей компании честными, можно ли им доверять?
- Как ведутся переговоры, о чем в основном идет речь?
- Трудно ли иметь дело с управляющей компанией фонда, действует ли она как партнер?
- Что менеджеры управляющей компании ожидают от инвестируемой компании, что допустимо и что нет?
- Что можно получить от венчурного фонда кроме денег; что управляющая компания делает бесплатно, а за что потребуются платить?
- Насколько активно управляющая компания фонда вовлечена в бизнес, можно ли от ее менеджеров услышать конкретные советы о том, как вести бизнес?
- Помогает ли управляющая компания или мешает, есть ли от нее польза или вред?
- Как ведут себя управляющая компания и ее отдельные менеджеры в период кризисных ситуаций?
- В другой раз стали бы они работать с данным фондом и с той же управляющей компанией?

7.3. Время, требуемое для привлечения венчурного капитала

Вопрос о времени, требуемом для привлечения венчурного капитала, – от момента установления первых контактов до момента юридического завершения сделки и перевода денег на счет – является ключевым, так как от него зависит время начала и сам ход реализации бизнес-плана компании. Это время может варьироваться от четырех-пяти недель до шести месяцев и зависит от множества факторов. Средним сроком является шесть-восемь недель. Управляющая компания фонда должна:

- Рассмотреть заявку в письменной форме, понять отрасль и место бизнеса компании-заявителя в отрасли, изучить планы компании и уровень менеджмента, и на этой основе принять решение о целесообразности продолжения работы.

- Провести переговоры с предпринимателями – учредителями и акционерами, а также топ-менеджерами компании и согласовать предварительные условия инвестиции, которые в дальнейшем лягут в основу юридических документов.

- Провести тщательное изучение компании и подготовить проекты юридических документов.

- Подготовить материалы, необходимые для выработки и принятия решения инвестиционным комитетом.

Наиболее длительное время требуется для проведения анализа отрасли, бизнеса, рынка и компании. Сократить это время можно, обратившись к источнику венчурного капитала, который уже знаком с отраслью, а также оказывая венчурному инвестору всевозможную помощь. В условиях незрелости бизнеса в России может потребоваться длительное время для юридической проверки и исправления выявленных в ее ходе нарушений.

7.4. Мифы о венчурном капитале

Миф 1. Венчурные инвесторы заинтересованы в получении контроля над компанией и диктате в управлении компанией

Этот миф наиболее далек от правды:

- Ни один венчурный инвестор намеренно не заинтересован в получении контроля над малым бизнесом.

- Более 50 % акций компании требуются венчурному инвестору только в том случае, если меньше не получается исходя из объема средств, требуемых компании.

- Венчурный инвестор не заинтересован в участии в оперативном управлении бизнесом.

- Венчурному инвестору нужно, чтобы без его участия не принимались важнейшие решения, определяющие корпоративную стратегию компании.

Миф 2. Необходимо, чтобы кто-то представил компанию венчурному фонду

Представление через социальные контакты не требуется, это время ушло:

- Хорошая заявка, содержащая описание бизнес-предложения, является самой лучшей формой представления.

- Большая часть фондов венчурного капитала управляется представителями среднего класса, а не элиты, и они заинтересованы в хороших инвестициях.

- С другой стороны, хорошие деловые контакты и известность в деловом мире еще никому не навредили.

Миф 3. Венчурные инвесторы заинтересованы только в новых технологических открытиях

Неправда, и даже наоборот:

- Большинство источников венчурного капитала не заинтересованы в революционных идеях, меняющих жизнь людей. Для развития и реализации такого рода идей до момента получения существенных прибылей требуется от 10 до 20 лет, что находится за временным горизонтом венчурного капитала, редко превышающим четыре-пять лет.

- Венчурные инвесторы больше заинтересованы в инновационных или эволюционных технологиях – новом типе компьютера, чипа, новой маркетинговой технологии.

- Действительно, венчурные инвесторы ориентируются на высокие технологии, но ищут они не их, а компании, обещающие высокие темпы роста. Если имеется компания с хорошими перспективами роста на рынке значительного размера, она всегда привлечет внимание венчурного инвестора.

Миф 4. Венчурные инвесторы удовлетворятся скромным доходом на инвестиции

Прямо противоположно:

- Ни один венчурный инвестор не рассчитывает на скромный доход от инвестиций – наоборот, доход должен быть «неоправданно» и неожиданно высоким, так как в этом заключается смысл работы венчурной индустрии.

- «Разумный» доход может быть получен от инвестиций в акции сотен торгуемых компаний при рисках, существенно более низких, чем при инвестициях в только что стартовавший и еще не зрелый малый бизнес.

- Каждая венчурная инвестиция предполагает высокий уровень риска, которому должна соответствовать высокая доходность.

- Венчурный инвестор, выбрав компанию с хорошими перспективами роста, надеется заработать не меньше, чем учредители и другие владельцы компании, каждый из которых инвестировал в эту компанию тот ресурс, которым он располагает – «драйв», мозги, опыт, руки, деньги.

- Даже если компания верит, что ее бизнес находится в особой ситуации и потенциал продукта и высокий спрос принесут высокий доход при низких рисках, стоит спросить себя, все ли риски и возможности неудачи удалось учесть, и почему же в таком случае компания не обращается в банк за кредитом, а пытается привлечь венчурный капитал?

- Реализация бизнес-плана не означает автоматический успех для компании, и часты случаи, когда это не срабатывает по независящим от компании причинам (изменение ситуации в отрасли или на глобальном рынке).

Миф 5. Венчурные инвесторы инвестируют быстро

Нет, напротив:

- Как правило, привлечение венчурного капитала занимает относительно длительное время – в среднем не менее шести-восьми недель.

- Даже если имеется хорошо подготовленное бизнес-предложение, в более короткие сроки получить средства вряд ли удастся (если нет обязательных для выполнения требований по срокам, например, в случае приватизации), так как это вызовет необходимость нарушения процедур, по которым работает фонд.

- К венчурному инвестору поступает в среднем от 50 до 100 заявок на инвестиции в месяц, и как минимум 10 привлекают его внимание и требуют проработки и анализа. Все 10 будут внимательно прочитаны, и некоторые из них потребуют более тщательного изучения, анализа, проведения переговоров и дополнительных исследований.

- Из двух-трех проработанных заявок одна будет проинвестирована, т. е. отдача составит не более 1 %, но времени на рассмотрение понадобится на все 100 % заявок.

- После отбора единственной заявки потребуются дополнительное время на более тщательный анализ, проработку и исследования. Поэтому, если требуется сократить время на получение инвестиций, лучше сосредоточиться на тщательной подготовке бизнес-предложения.

Миф 6. Венчурные инвесторы заинтересованы в поддержке новых идей и изобретений в области высоких технологий, а менеджмент компании имеет второстепенное значение

Наоборот:

- Венчурный инвестор ориентируется не на идею, а на способность команды менеджеров реализовать эту идею, вырастить стоимость компании и превратить ее в деньги.

- Если имеется хорошая идея, но недостаточный опыт в менеджменте или знание отрасли, то предпринимателю надо искать не венчурного инвестора, а менеджеров и экспертов для усиления собственной команды.

- Венчурный инвестор никогда не поверит в идею без команды, которая может доказать свои возможности и опыт по реализации сходных идей.

- Не обязательно иметь всю команду (в том числе специалистов в области финансов или маркетинга, которых может порекомендовать и венчурный инвестор), но отраслевые эксперты, сплоченные в команду, – обязательны.

Миф 7. Венчурному инвестору достаточно краткой базовой информации для того, чтобы инвестировать

Нет, неправда:

- Хотя детальное и хорошо структурированное, но короткое и лаконичное бизнес-предложение об инвестициях – презентация – является единственным средством для привлечения внимания венчурного инвестора и для начала переговоров, оно не заменяет детальный бизнес-план.

- Каждый венчурный инвестор, перед тем как приступить к рассмотрению заявки, хочет быть уверен, что предприниматель продумал свой бизнес-план в полном объеме. Тщательно подготовленные бизнес-предложения и бизнес-план выполняют две функции: 1) информируют венчурного инвестора о наличии идеи; 2) подтверждают, что предприниматель продумал свой бизнес, знает отрасль и осознал все потенциальные проблемы.

Глава 8 УПРАВЛЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТЬЮ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА

8.1. Драйверы стоимости венчурных компаний

Участие венчурных инвесторов в капитале стартапов представляется привлекательным по нескольким причинам.

Во-первых, наличие венчурных фондов в акционерах говорит партнерам и потенциальным сотрудникам, что проведен аудит компании, значит бизнес прозрачен и фонды рискнули своими деньгами в расчете на перспективы роста.

Во-вторых, известно, что венчурные инвесторы помогают в управлении. Ведь у них есть опыт поддержки и развития аналогичных стартапов. Можно воспользоваться реальным опытом компаний фонда, например, при организации продаж или подготовке к IPO.

Наконец, связи инвесторов открывают возможности для завязывания партнерских отношений с другими компаниями, привлечения опытных специалистов, например, на позиции маркетолога, коммерческого, финансового, исполнительного директора. Но специалисты идут только в проекты с понятной структурой бизнеса, а венчурные фонды своим присутствием ее гарантируют.

Поскольку венчурные инвесторы, как изложено выше, отличаются учредительским подходом к финансируемым ими компаниям и изначально нацелены на выход из компании путем продажи своего пакета акций стратегическому инвестору, менеджменту компании или на фондовом рынке, ключевым фактором успеха для них, с нашей точки зрения, выступает рост стоимости компании.

Известно: для того чтобы компания смогла осуществить первичное размещение акций на фондовом рынке, она должна довести свой объем продаж до минимального порога для публичных компаний, работать в течение нескольких лет (желательно с прибылью) и демонстрировать высокие темпы роста как объемов продаж, так и активов. Общая внутренняя доходность венчурного фонда, его внутренняя норма доходности изменяются по годам существования венчурного фонда, график ее изменения имеет вид так называемой «J-кривой», или

«хоккейной клюшки» (показано на рис. 8.1). При этом следует помнить, что кривая доходности венчурного фонда складывается из кривых доходностей компаний, входящих в портфель венчурного инвестора и имеющих в случае успеха такой же вид (неудачные компании могут не сгенерировать требуемой нормы доходности).

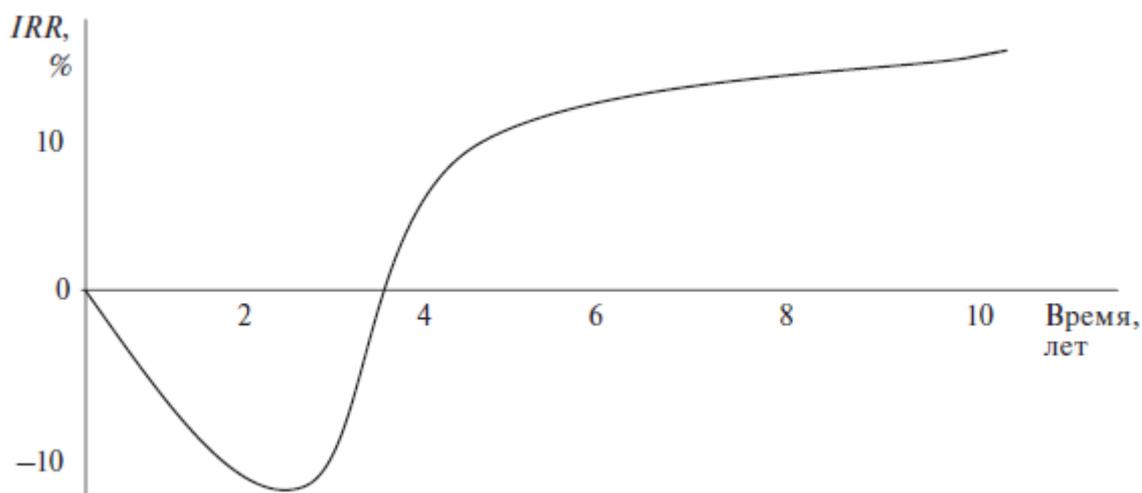


Рис. 8.1. Кривая внутренней нормы доходности венчурного фонда

Для компаний с быстрыми темпами роста основной компонент стоимости создается будущими инвестициями. Особенно справедливо это в отношении высокотехнологичных фирм, поскольку балансовая стоимость, отражающая уже совершенные инвестиции, не включает их наиболее важный актив – исследовательский, интеллектуальный капитал.

«Проблема с молодыми фирмами состоит не в том, что они теряют деньги, не обладают историей или не располагают значительными активами. Проблема в другом: они находятся на гораздо более ранней стадии своего жизненного цикла, чем устоявшиеся фирмы, и оценивать их приходится еще до того, как за их продукцией закрепится определенный рынок.

Фактически в некоторых случаях оцениваемые фирмы имеют интересную идею, которая могла бы иметь коммерческий успех, но еще не была проверена. Однако эта проблема не имеет концептуального характера, а сводится только к оценке. Стоимость фирмы равна все-таки приведенной стоимости будущих денежных потоков от ее активов, но эти поступления, возможно, оценить гораздо труднее».

Хотя очень часто венчурные капиталисты говорят о том, что они напрямую менее заинтересованы в финансовой составляющей проек-

та, чем в потенциале команды, его реализующей, очевидно, что они ищут компании, способные к быстрому росту и, в то же время, – к генерации значительных финансовых потоков.

«Очевидно, что старт-апы не могут делать деньги с момента своего основания – иначе они не обращались бы к венчурным капиталистам. Но мы должны быть совершенно уверены, что в долгосрочной перспективе они способны приносить деньги».

Соответственно, на разных стадиях жизненного цикла компании существуют разные драйверы ее стоимости (табл. 8.1).

Таблица 8.1

Факторы стоимости на различных фазах жизненного цикла компании

Показатель	Начальная фаза проекта	Расширение	Быстрый рост	Зрелый рост	Спад
Выручка	Отсутствует или находится на низком уровне	Возрастает	Быстро растет	Рост выручки замедляется	Уменьшается
Операционный доход	Отрицательный	Низкий или отрицательный	Растет	Увеличивается	Уменьшается
Операционная история	Отсутствует	Очень ограничена	Имеется некоторая операционная история	Может использоваться при оценке	Значительная операционная история
Сопоставимые фирмы	Отсутствуют	Имеется небольшое количество, но они находятся на той же стадии роста	Большое количество фирм, находящихся на разных стадиях	Большое количество фирм, находящихся на разных стадиях	Число сопоставимых фирм сокращается, большинство фирм зрелые
Источник стоимости	Исключительно будущий рост	В основном будущий рост	Частично существующие активы, но в основном будущий рост	В большей степени существующие активы, чем будущий рост	Исключительно существующие активы

Таким образом, для молодых компаний важнейшее значение приобретают темпы роста. Эти темпы, в свою очередь, определяются объемами инвестиций в компанию и эффективностью их использования.

Новые инвестиции будут увеличивать стоимость компании, только если доходность инвестированного капитала будет выше ставки дисконтирования, применяемой инвесторами.

$$GV = \frac{(1 - IR) \cdot E}{(r - IR \cdot R)} = (1 - g/R) \cdot E / (r - g). \quad (8.1)$$

Уравнение (8.1) иногда называется «золотым сечением корпоративных финансов». Оно показывает, что компания не может контролировать одновременно темпы роста и норму инвестирования. Увеличение темпов роста невозможно без увеличения объемов инвестиций. Однако такое увеличение приведет к сокращению денежных потоков компании и снижению доходности инвестиций. Увеличение доходности инвестиций возможно за счет сокращения объема инвестиционных вложений, но такое сокращение не позволит достичь намеченных темпов роста.

8.2. Процесс наращивания стоимости компаний

Венчурный капитал в данном контексте имеет для инновационных стартапов существенное преимущество перед другими видами финансирования – инвестирование осуществляется поэтапно, в несколько раундов, а значит, существует возможность лучше увязать объемы финансирования с результатами деятельности на каждом этапе реализации проекта и скорректированными темпами роста.

Описывая особенности венчурного бизнеса было отмечено, что стоимость компании может быть существенно повышена, если фирма венчурного капитала оказывает компании поддержку на протяжении ее жизненного цикла. Формы этой поддержки должны оговариваться при заключении соглашений об инвестировании. Процесс повышения стоимости компании в ходе такого взаимодействия представлен на рис. 8.2.



Рис. 8.2. Процесс наращивания стоимости компании, входящей в портфель (КП) фирмы венчурного капитала (ФВК)

Важным фактором повышения инвестиционной привлекательности компаний, входящих в портфель венчурных инвесторов, является внедрение в них принципов ценностно ориентированного менеджмента.

Ценностно ориентированный менеджмент определяется как формальный и систематический подход к управлению компаниями, направленный на достижение цели максимизации создания ценности и максимизации ценности для акционеров в долгосрочном плане, при котором общие устремления компании, аналитические техники и управленческие процессы нацелены на то, чтобы помочь компании максимизировать ее стоимость путем фокусирования принятия управленческих решений на ключевых факторах создания стоимости.

Основные положения заключаются в следующем:

1. Основная цель компании – максимизация благосостояния ее собственников, что, в свою очередь, предполагает рост стоимости компании для акционеров, или акционерной стоимости. Это очень важно для компаний, финансируемых венчурным капиталом, поскольку венчурные инвесторы выступают в качестве собственников, с одной стороны, а с другой – нацелены на выход из компании через определенное время путем продажи своего пакета акций по максимальной стоимости.

2. Для компании ценностно ориентированный менеджмент предопределяет совокупность стратегических и тактических управленческих решений, которые могут быть сгруппированы в четыре модуля – оценивание, стратегия, финансы, корпоративное управление.

3. Для нацеливания организации на создание ценности для собственников необходимо построить адекватную систему ее измерения, которая, с одной стороны, должна стать источником достоверной информации о создании (или уменьшении) ценности для акционеров, а с другой – быть приемлемой в качестве инструмента управления организацией.

В качестве такой системы измерения ценностей А. Раппапортом были предложены так называемые ключевые факторы – драйверы стоимости (рис. 8.3).



Рис. 8.3. Ключевые факторы стоимости

Требование превышения доходности инвестированного капитала над ставкой дисконтирования, востребованной инвесторами, будет выполняться только тогда, когда компания обладает долгосрочными конкурентными преимуществами. В случае венчурного бизнеса логично предположить, что такими преимуществами являются нематериальные активы компании – патенты, лицензии, ноу-хау, уникальные технологии и т. д. Однако не менее важную роль играет и венчурный менеджмент, усилия венчурных капиталистов по повышению эффективности управления компанией.

8.3. Факторы успеха венчурных инвестиций

Важнейшими условиями успешности венчурных инвестиций являются:

- избирательность (количество потенциально успешных проектов, входящих в портфель венчурного фонда);
- темпы роста компаний, получающих инвестиции венчурного капитала;

– качество управления компаниями.

Процесс управления показан на рис. 8.4. На каждой стадии данного процесса необходим индивидуальный набор инструментов управления. Вероятность успеха венчурных инвестиций определяется сочетанием факторов, каждый из которых может стать причиной провала. Шансы на успех падают до 10 %, если хотя бы по одному из факторов вероятность снижается с 80 до 50 %.



Рис. 8.4. Процесс управления портфелем венчурного инвестора

Следует отметить, что среди венчурных капиталистов не наблюдается единогласия в вопросе о том, какие именно стороны деятельности финансируемых компаний для них приоритетны и, следовательно, в какие компании следует инвестировать и как поддерживать их развитие. В числе критериев, наиболее часто указываемых венчурными капиталистами (как зарубежными, так и отечественными) в качестве значимых при отборе компаний и проектов для инвестирования, можно выделить следующие:

- перспективы рыночного роста компании;
- перспективы выхода из компании;
- рынок (географический, сегментарный), на который может выйти компания со своим продуктом или технологией;
- уникальность продукта (технологии), его новизна и востребованность рынком;

- техническое совершенство продукта (технологии);
- возможность защиты прав интеллектуальной собственности (количество регионов, где эта защита возможна);
- качество команды, реализующей проект (опыт, квалификация);
- личные качества предпринимателя, управляющего компанией;
- срок окупаемости инвестиций в компанию;
- доходность инвестиций в компанию;
- риски, связанные с инвестированием в компанию.

В целом можно выделить три типа венчурных инвесторов, в зависимости от того, на какие стороны деятельности инвестируемых компаний они ориентируются в первую очередь (рис. 8.5).



Рис. 8.5. Типы венчурных инвесторов в зависимости от их предпочтений

Технологически ориентированные инвесторы, как правило, сами имеют за плечами опыт инновационного предпринимательства, который служит им базой для создания собственной сети агентов, с помощью которых они поддерживают начинающие компании. Как правило, они более охотно инвестируют в компании, находящиеся на ранней стадии развития, чем другие типы инвесторов. Обычно такие инвесторы в прошлом сами были основателями инновационных компаний, имевших успешный опыт сотрудничества с венчурными капиталистами.

Командно-ориентированные инвесторы уделяют особое внимание факторам, влияющим на человеческий капитал в компании, полагая, что опытная и компетентная команда может правильно оценить финансовые перспективы проекта и его рыночный потенциал, а при наступлении проблемных ситуаций вовремя предпримет правильные

управляющие воздействия. Как правило, такие инвесторы либо давно работают в венчурных управляющих компаниях, либо имеют опыт работы в банках или инвестиционных институтах. К командно-ориентированным инвесторам относится, например, один из основателей американской Силиконовой Долины Франклин «Питч» Джонсон. «Венчурный капитал сам по себе не имеет никакого значения – это просто деньги. Венчурные фонды лишь помогают создавать компании. Главная же фигура здесь – предприниматель, который должен совместить технологию с маркетингом и производством».

Финансово-ориентированные инвесторы наибольшее внимание уделяют финансовым аспектам бизнес-плана компаний. Как правило, такие инвесторы неохотно инвестируют в компании, находящиеся на ранней стадии развития.

Венчурные инвестиции в силу своих особенностей являются высокорискованным видом инвестиционного бизнеса. Для венчурного инвестирования характерно так называемое соглашение «2–6(2:4) – 2», когда на 10 проинвестированных компаний:

- две неудачны (прекращают существование уже в первый год после начала инвестирования);

- из следующих шести две становятся «не живыми и не мертвыми», т. е. непонятно, будут ли они успешными или прекратят существование; четыре приносят умеренную (среднеотраслевую) доходность;

- и, наконец, две являются выдающимися, приносят очень высокую доходность, измеряемую сотнями процентов, и именно они обеспечивают хорошую доходность венчурному фонду по всему портфелю инвестиций.

Однако для того чтобы это правило действительно воплощалось в жизнь, необходимо уделять серьезное внимание отбору компаний для финансирования.

8.4. Процесс отбора компаний

Процесс отбора компаний проходит в несколько стадий.

Скрининг – первоначальный этап поиска конкурентоспособных проектов и компаний. Основными источниками информации о компаниях являются их резюме, поступающие инвестору. С другой стороны, инвестор сам ищет компании через мониторинг средств массовой информации, баз данных, личные контакты. Инвесторы также посещают выставки и венчурные ярмарки, где могут составить первое впечатление о большом количестве претендентов на финансирование. В некоторых

компаниях и венчурных фондах практикуются так называемые «дни старт-апов», в которые происходят встречи начинающих предпринимателей, нуждающихся в финансировании, с венчурными капиталистами. В процессе скрининга в поле зрения венчурного капиталиста может попасть достаточно большое количество компаний. По некоторым оценкам, для того чтобы профинансировать одну компанию, венчурный капиталист первоначально отбирает до 100 компаний. Иногда поле отбора еще более широкое.

Изучение бизнес-планов отобранных компаний. Следует отметить, что венчурные капиталисты не стремятся при принятии решений полагаться исключительно на данные бизнес-плана – существенная доля в принятии решения принадлежит интуиции. Особенно это касается инновационных проектов, где нет достаточного количества аналогов, нет статистики, чтобы ее проанализировать. Нужно чутье, чтобы решить, заниматься данным проектом (бизнесом) или нет. Понятно, что это чутье базируется и на предыдущем опыте, и на информации, которая носится в воздухе, и на интуиции человека. Тем не менее исследования показывают, что бизнес-планы позволяют получить ответы на два важных вопроса:

- каким будет рынок (объем, перспективы роста, доля) компании («рыночный тест»);

- способен ли предприниматель (команда менеджеров) успешно довести проект до стадии выхода венчурного капиталиста из компании («тест на качество управления»).

Первоначальное изучение компаний, прошедших через отбор на предыдущем этапе. Как правило, важной процедурой на данном этапе становится так называемая «первая встреча» венчурного капиталиста и представителей компании. Если ожидания инвестора от бизнес-плана совпадают с его личным впечатлением от команды менеджеров, за первой встречей следует подписание предварительного соглашения (соглашения о намерениях, в котором излагаются условия инвестиционной сделки). Иногда для подписания такого соглашения требуется еще несколько дополнительных встреч. Для того чтобы принять решение об инвестировании, в фирмах венчурного капитала разработаны различные процедуры, но наиболее популярным является единогласное решение всех партнеров фирмы.

Тщательный анализ компании, в процессе которого венчурный капиталист должен:

- понять бизнес и оценить его стоимость;
- оценить риски, связанные с данным проектом;
- проанализировать финансовое состояние проекта;
- оценить перспективы бизнеса и конкурентную среду;

- оценить способности менеджмента к управлению данной компанией;
- определить возможные каналы для продвижения продукта на рынок;
- определить ключевых партнеров компании и убедиться, что отношения с ними стабильны и не вызывают опасений в долгосрочной перспективе;
- определить возможности защиты интеллектуальной собственности, создаваемой в процессе развития компании;
- определить объемы финансирования и основные вехи развития компаний, к которым это финансирование должно поступить;
- определить сроки и пути выхода из компании и т. п.

Как правило, отбор компаний является достаточно длительным и трудоемким процессом для всех участников, однако следует учитывать, что отношения венчурных инвесторов и компаний строятся как партнерские, и достижение взаимопонимания уже на ранних стадиях является залогом успеха деятельности в будущем.

На последнем этапе принимается решение о первом раунде инвестирования. Таким образом, процедура отбора компаний включает в себя несколько этапов, представленных в табл. 8.2.

Таблица 8.2

Основные этапы отбора компаний венчурным капиталистом

Этап	Основные аспекты
Скрининг	Отбор перспективных идей на основании мониторинга прессы, изучения баз данных, личных контактов, присылаемых резюме проектов, посещения выставок, ярмарок и т. п.
Изучение бизнес-планов	Решение вопросов о соответствии проектов «рыночному тесту» и «тесту на качество управления»
Изучение компаний («первая встреча»)	Установление первых личных контактов. Проверка первоначальных впечатлений. В случае успеха – подписание соглашения о намерениях
Тщательное изучение компаний	Проверка соответствия критериям деятельности фирмы венчурного капитала. В случае успеха – принятие окончательного решения о финансировании
Принятие окончательного решения об инвестировании	Решение о первом раунде инвестирования в компанию, как правило, принимается единогласно всеми партнерами

В различных фирмах венчурного капитала существует специфика при отборе компаний.

Глава 9 ИННОВАЦИОННЫЙ ВЕНЧУРНЫЙ ПРОЕКТ: ОСНОВНЫЕ ОСОБЕННОСТИ

9.1. Понятие и стадии реализации венчурного проекта

Под венчурным проектом понимается инновационный проект, т. е. комплекс работ, взаимоувязанный по ресурсам, исполнителям и срокам осуществления, способный обеспечить значимый экономический эффект и высокую доходность, в финансировании которых участвует венчурный инвестор.

Таким образом, одной из основных особенностей венчурного проекта является его инновационность. Инновационный проект – это проект создания уникальных продуктов, технологий или услуг. Их уникальность обуславливает необходимость «выращивания» информации и последовательного уточнения их характеристик по мере выполнения проекта.

Можно выделить несколько особенностей инновационного венчурного проекта, обуславливающих внимание к проблемам эффективного управления им:

1. **Инновационная технология может быть уникальной**, т. е. изначально иметь достаточно узкую область применения и, следовательно, предназначаться для узкого круга потенциальных потребителей, из которых, как правило, сначала удастся заинтересовать одного. Следовательно, необходимо четко увязать стадии реализации проекта с результатами, которые можно получить на каждой стадии.

2. Потенциальный потребитель технологии или других результатов инновационного проекта, рассчитывая на монопольные конкурентные преимущества от ее использования, может настаивать на предоставлении ему исключительных прав собственности в виде **полной исключительной лицензии**. В этом случае разработчик не имеет возможности передать данную технологию другим лицам без ее существенного изменения, что требует дополнительных инвестиций. То же происходит и при заключении соответствующего договора на передачу непатентованного ноу-хау.

3. Даже если создаваемая технология рассчитана на массовое применение, риск, связанный с ее внедрением, достаточно высок (осо-

бенно если технология, как это часто бывает с российскими разработками, не доведена до промышленной стадии). Поэтому **одновременная передача созданной технологии нескольким пользователям практически неосуществима**. Однако разработчик, затрачивающий на создание технологии длительное время и существенные материальные, финансовые и кадровые ресурсы, часто не может ждать, пока будут заключены другие сделки, и рассчитывает окупить сделанные вложения в ходе первой передачи технологии.

Как правило, реализация инновационного проекта проходит через ряд стадий. Одно из представлений о стадийности такого проекта показано на рис. 9.1.

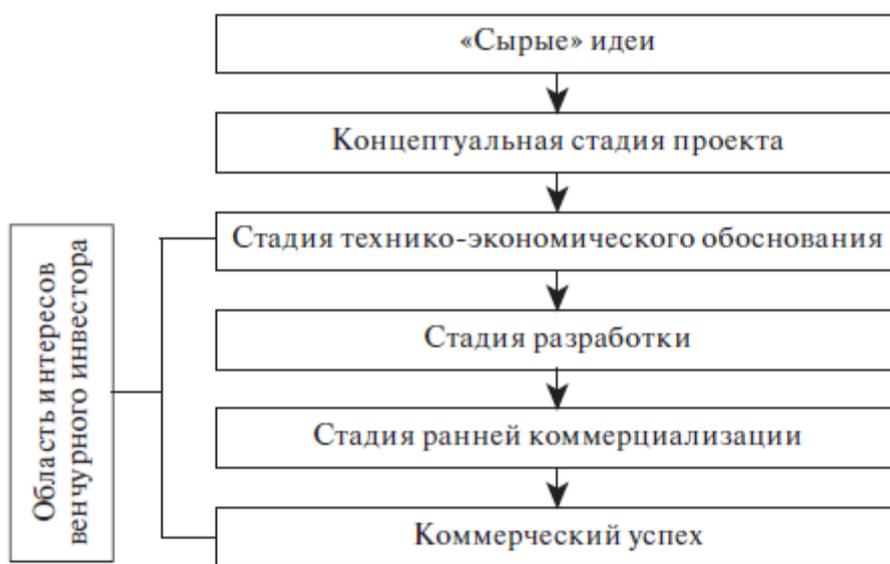


Рис. 9.1. Стадии инновационного проекта

9.2. Управление инновационными венчурными проектами

Инновационный проект может преследовать как одну, так и несколько целей (конечные результаты проекта, выбранные пути достижения этих результатов). Достижение целей инновационного проекта может быть реализовано различными способами. Для сравнения этих способов используются критерии оценки – качество, сроки и стоимость достижения результатов, гибкость.

Воздействовать на результаты инновационного проекта, цели, качество, сроки и стоимость исполнения работ можно, выбирая возможные технологии, состав, характеристики и назначения ресурсов на выполнение тех или иных работ. Применяемые технологии и ресурсы

инновационного проекта можно отнести к основным средствам управления проектами. Существуют и вспомогательные средства – например, контракты, которые позволяют привлечь нужные ресурсы в нужные сроки. Для управления ресурсами необходимо также обеспечить эффективную организацию работ, в частности упорядочить структуру управления проектом, организацию информационного взаимодействия участников инновационного проекта, управления персоналом.

Информация, используемая в управлении инновационными проектами, как правило, является не совсем точной, что необходимо учитывать при планировании инновационного проекта и при заключении контрактов.

Управление инновационными проектами – интегрированный процесс. Действия (или бездействие) в одном направлении обычно обуславливают таковые и на остальных направлениях. Эта взаимосвязь заставляет балансировать между задачами проекта – часто улучшение в одной области может быть достигнуто лишь за счет ухудшения в другой.

В соответствии со стандартами ИСО 9004 : 2000, введенными с 2001 г., организация, проектируя и (или) разрабатывая новые продукты или процессы, должна учитывать жизненный цикл, безопасность, надежность, долговечность, ремонтпригодность, эргономику, внешнюю среду, утилизацию и другие риски. Организация должна гарантировать, что запросы всех заинтересованных сторон могут быть удовлетворены.

Необходимо *оценивать риски*, чтобы предусмотреть возможность их появления и последствия вероятных отказов в продукции или процессах. Результаты должны использоваться для определения и осуществления предупреждающих действий с целью уменьшения выявленных рисков.

Средствами оценивания рисков проектирования и (или) разработок являются, в частности:

- анализ причин и последствий отказов инновационного проекта;
- анализ дерева отказов;
- оценка безотказности;
- диаграммы зависимости;
- методы классификации;
- методы моделирования.

Организация должна идентифицировать входные данные процесса, влияющие на проектирование и (или) разработку продукции, с целью удовлетворения запросов и ожиданий заинтересованных сторон:

- а) внутренние входные данные:
 - политика, стандарты и спецификации;
 - требования к навыкам;
 - требования к надежности;
 - документальные данные о существующей продукции;
 - входные данные других процессов и др.;
- б) внешние входные данные:
 - запросы и ожидания потребителей и рынка;
 - контрактные требования и технические условия заинтересованных сторон;
 - установленные законом регламентирующие требования;
 - международные и национальные стандарты;
 - свод правил промышленности;
- в) другие входные данные, выявляющие те характеристики продукции или процесса, которые являются критическими для их безопасности и правильного функционирования:
 - работа, монтаж и применение;
 - хранение, погрузочно-разгрузочные работы, техническое обслуживание и ремонт, поставка;
 - физические параметры и внешняя среда;
 - требования к утилизации.

В соответствии с методологией процессного подхода проект можно разделить на отдельные процессы.

Процесс – это логическая последовательность операций (видов) деятельности, приносящая результат. В инновационных проектах процессы управления проектами и процессы, ориентированные на новые изделия/услуги, накладываются друг на друга и взаимодействуют. Так, цели инновационного проекта не могут быть определены при отсутствии понимания того, как создать новое изделие.

Процессы управления инновационными проектами могут быть разделены на этапы, реализующие различные функции управления:

- процессы инициации выполнения инновационного проекта;
- процессы планирования (определение целей и критериев успеха инновационного проекта и разработка рабочих схем их достижения);
- процессы осуществления (координация деятельности персонала и других ресурсов при выполнении проекта);
- процессы анализа (определение соответствия плана и исполнения инновационного проекта поставленным целям и критериям успеха и принятие решений о необходимости применения корректирующих воздействий);

– процессы управления (определение необходимых корректирующих воздействий, их согласование, утверждение и применение);

– процессы завершения (достижение конечной цели проекта).

Процессы управления инновационными проектами накладываются друг на друга, осуществляются с разной интенсивностью на всех стадиях проекта и связаны своими результатами – результат выполнения одного процесса становится исходной информацией для другого.

Учитываются взаимосвязи групп процессов различных фаз проекта. Например, закрытие одной фазы может являться входом для инициации следующей фазы (например, завершение фазы проектирования требует одобрения заказчиком проектной документации, которая необходима для начала реализации).

В реальном проекте фазы могут не только предшествовать друг другу, но и накладываться друг на друга.

Повторение **инициации** в критических точках проекта (предшествующих очередному финансированию этапа) помогает контролировать актуальность выполнения проекта. Если необходимость его осуществления отпала, очередная инициация позволяет вовремя это установить и избежать излишних затрат.

Планирование имеет большое значение для проекта, поскольку подразумевает внедрение некоторых новшеств. Естественно, что планирование включает сравнительно много процессов. Усилия, прилагаемые для планирования, следует соизмерять с целями проекта и полезностью полученной информации.

В ходе исполнения проекта эти процессы многократно повторяются. Изменениям могут подвергнуться цели проекта, его бюджет, ресурсы и т. д. Кроме того, различные команды проектировщиков могут разработать всевозможные планы для одного и того же проекта. А пакеты управления проектами могут содержать разнообразные расписания выполнения работ при одних и тех же исходных данных.

Некоторые процессы планирования имеют четкие логические и информационные взаимосвязи и выполняются в определенном порядке практически во всех проектах. Так, сначала следует определить, из каких работ состоит проект, а уже затем рассчитывать сроки выполнения и стоимость проекта. Эти основные процессы выполняются многократно на протяжении каждой фазы проекта.

Кроме перечисленных основных процессов планирования существует ряд вспомогательных процессов, необходимость в использовании которых в значительной степени зависит от природы конкретного проекта – планирование качества; планирование организации; назна-

чение персонала на выполнение работ; идентификация, оценка и компенсация рисков; выработка требований к поставкам и определение потенциальных поставщиков.

Под **исполнением** подразумеваются процессы реализации составленного плана. Исполнение проекта должно регулярно измеряться и анализироваться для того, чтобы выявить отклонения от намеченного плана и оценить их влияние на проект. Регулярное измерение параметров проекта и идентификация возникающих отклонений также относятся к процессам исполнения и именуется контролем исполнения. Контроль исполнения следует проводить по всем параметрам, входящим в план проекта.

К основным параметрам можно отнести сам процесс осуществления плана проекта, к вспомогательным – учет выполнения, подтверждение качества, подготовку предложений, выбор поставщиков, контроль контрактов, развитие команды проекта.

Процессы анализа включают как анализ плана, так и анализ исполнения проекта.

Анализ плана означает определение того, удовлетворяет ли составленный план исполнения проекта предъявляемым к проекту требованиям и ожиданиям участников проекта, на основе оценки показателей плана командой и другими участниками проекта. На стадии планирования результатом анализа плана может быть принятие решения о необходимости изменения начальных условий и составления новой версии плана либо принятие разработанной версии в качестве базового плана проекта, который в дальнейшем служит основой для измерения исполнения. В дальнейшем изложении анализ плана не выделяется в качестве отдельной группы, а включается в группу процессов планирования, в связи с чем она становится по своей природе итеративной.

Анализ исполнения проекта предназначен для оценки состояния и прогноза успешности исполнения проекта согласно критериям и ограничениям, определенным на стадии планирования. В силу уникальности проектов эти критерии не являются универсальными, но для большинства проектов основные ограничения и критерии успеха – это цели, сроки, качество и стоимость работ проекта. При отрицательном прогнозе принимается решение о необходимости корректирующих воздействий, выбор которых осуществляется в процессах управления изменениями.

Процессы анализа также можно разделить на основные и вспомогательные.

К основным относятся те процессы анализа, которые непосредственно связаны с целями проекта и показателями, характеризующими успешность исполнения проекта: анализ сроков, анализ стоимости, анализ качества, подтверждение целей.

Вспомогательные процессы анализа связаны с анализом факторов, влияющих на цели и критерии успеха проекта, и включают оценку осуществления и анализ ресурсов.

В результате анализа принимается решение либо о продолжении осуществления проекта по намеченному ранее плану, либо о необходимости применения корректирующих воздействий.

Управление осуществлением проекта – это определение и применение необходимых управляющих воздействий с целью успешной реализации проекта. Если исполнение проекта происходит в соответствии с намеченным планом, то управление фактически сводится к исполнению – доведению до участников проекта плановых заданий и контролю их реализации. Эти процессы включены в процессы исполнения.

Если в процессе реализации возникли отклонения, анализ которых показал, что необходимо определение и применение корректирующих воздействий, то требуется найти оптимальные корректирующие воздействия, скорректировать план оставшихся работ и согласовать намеченные изменения со всеми участниками проекта. Процессы управления предназначаются для определения, согласования и внесения необходимых изменений в план проекта. Такие процессы управления часто называются управлением изменениями и инициируются процессами анализа.

К основным процессам, встречающимся практически в каждом проекте, относятся:

- общее управление изменениями;
- управление ресурсами;
- управление целями;
- управление качеством.

К вспомогательным процессам относятся:

- управление;
- управление контрактами.

Методы и технологии реализации перечисленных процессов, их интеграция составляют сущность управления инновационными проектами. Нужно отметить, что успешное внедрение системы управления проектами связано с определенной организационной перестройкой и внедрением специализированных программных средств.

Глава 10

МОДЕЛИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ВЕНЧУРНОГО ПРОЕКТА

10.1. Модель принятия инвестиционных решений

Прежде чем приступать к построению любой модели, необходимо ответить на вопрос, что является результатом моделирования. Принятие внутреннего решения будет достигнуто, если, во-первых, можно определить, является ли проект жизнеспособным и финансово реализуемым, а, во-вторых, финансовую привлекательность данного проекта можно оценить (и ранжировать) по отношению к другим проектам.

Важной составной частью венчурного менеджмента является принятие инвестиционного решения. Согласно общей модели принятия решений этот процесс состоит из следующих элементов.

1. Цели и задачи, поставленные лицами, принимающими решения. Система целей охватывает, с одной стороны, целевые функции, т. е. критериальные величины, лежащие в основе принятия инвестиционных решений, с другой – включает приоритетные соотношения, показывающие относительную интенсивность достижения различных целей, а также характерные проявления целевых функций. Фиксация приоритетных соотношений необходима в следующих случаях:

- возможны альтернативные варианты действий, позволяющие в различной степени достичь поставленной цели;
- одновременно преследуются несколько целей, частично противоречащих друг другу;
- результаты достигаются в различные периоды времени;
- существует неопределенность в отношении результатов.

2. Формирование совокупности альтернативных вариантов (отдельных действий или комплексных мероприятий). Для того чтобы решение проблемы было однозначным, необходимо соблюдение следующих условий:

- альтернативы взаимно исключают друг друга;
- в каждом случае можно выбрать только один вариант принятия решения.

3. Оценка состояния внешней среды (нынешняя ситуация, положение в будущем, факторы влияния). Все взаимоисключающие друг друга состояния образуют *пространство состояний*. Количество

состояний может варьироваться. В случае необходимости учета нескольких вариантов существует либо ситуация риска, либо ситуация неопределенности. При ситуации риска существует субъективная или объективная вероятность наступления событий внешнего характера.

4. Оценка результатов, связанных с каждой альтернативой. Они могут быть определенными (одно решение – один конкретный результат) и неопределенными (одно решение – несколько результатов).

5. Выбор ограничений на альтернативы, осуществляемый лицом, принимающим решения. К таким ограничениям относятся:

- ограничение модели одной целевой функцией;
- ограничение осуществления платежей по времени;
- игнорирование взаимосвязей с внешними факторами, другими сферами деятельности предприятия и прочими инвестиционными возможностями.

6. Определение круга лиц, принимающих решения, – инвестор, руководитель или менеджер предприятия, менеджер проекта и другие лица, в компетенции которых находится руководство инвестиционной деятельностью.

В общем виде модель представляет собой матрицу, в строках которой – инвестиционные проекты, а в столбцах – различные состояния внешней среды (рис. 10.1).

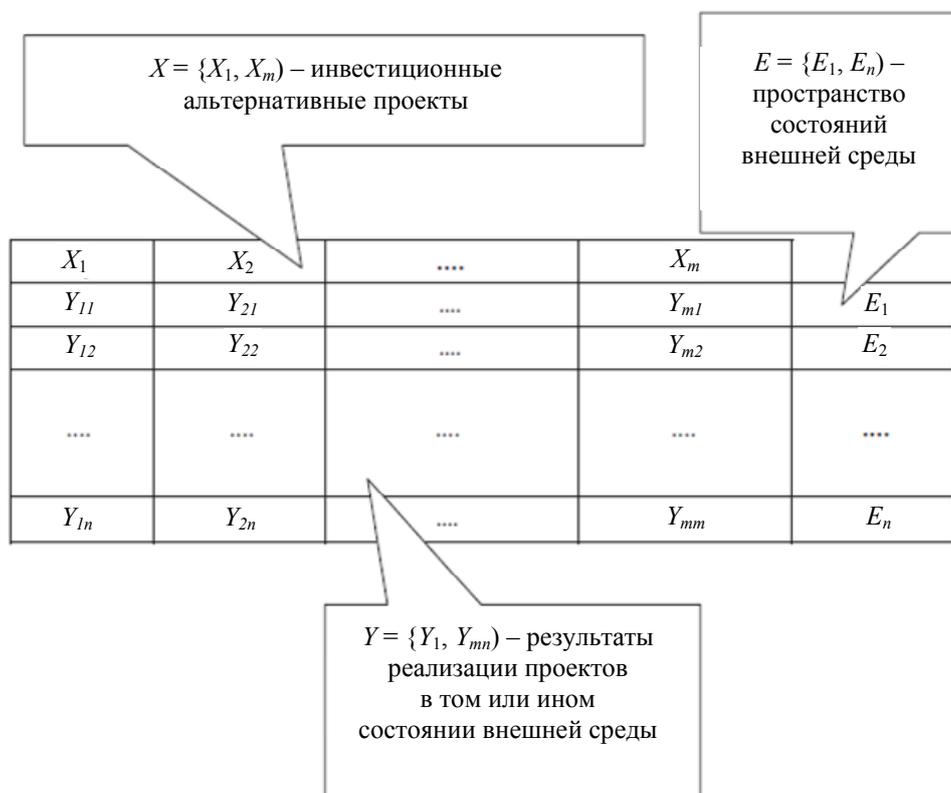


Рис. 10.1. Общая модель принятия инвестиционных решений

Если выбран проект X_i , следовательно, возможно получение любого из результатов от Y_{li} до Y_{mi} в зависимости от состояния окружающей среды. Цель – выбрать такой проект X_s , при котором Y_{smax} .

Реализации любого инновационного проекта в условиях рыночной экономики должно предшествовать решение двух взаимосвязанных задач:

1) оценка выгодности каждого из возможных вариантов осуществления проекта;

2) сравнение вариантов и выбор наилучшего из них.

При отборе инновационных проектов следует различать отбор в широком и узком смысле слова. Поскольку предприятие обладает ограниченными ресурсами, отбор в узком смысле означает выбор проекта для разработки и определения последовательности этапов его выполнения и финансирования. Но поскольку инновации являются инструментом развития предприятия, можно говорить *об отборе в широком смысле* как о формировании портфеля инновационных проектов с учетом имеющихся ресурсов и потенциальных рыночных возможностей каждого проекта.

Обычно критерием отбора проектов выступает их экономическая эффективность, т. е. соотношение результатов от реализации инновационного проекта с затратами на его осуществление. Однако кроме количественных показателей для инновационных проектов важны также так называемые стратегические критерии, слабо формализуемые в момент отбора проекта, но которые могут оказать значительное влияние на будущую деятельность фирмы.

Помимо финансовой реализуемости и экономической эффективности при оценке и отборе инновационных проектов должны учитываться:

- принципиальная новизна продукта, услуги или технологии;
- патентная чистота;
- лицензионная защита;
- приоритетность направления инновационной деятельности;
- конкурентоспособность внедряемого новшества и т. д.

Поэтому на практике получили широкое распространение многофакторные модели, использующие наряду с количественными параметрами и экономико-математическими методами качественные параметры и экспертные оценки.

Важным условием проведения отбора является обеспечение *сопоставимости инновационных проектов*. Она определяется по следующим направлениям:

- по объему работ, производимых с применением новых методов (технологий, оборудования и т. д.);
- качественным параметрам инноваций;
- фактору времени;
- уровню цен и тарифов;
- условиям оплаты труда.

10.2. Формирование денежных потоков инвестиционного проекта и управление ими

Понятие *денежного потока* широко применяется при количественном анализе различных экономических процессов. В наибольшей степени это относится к определению эффективности инвестиционных проектов. При осуществлении проекта выделяется три вида деятельности: инвестиционная, операционная и финансовая. В рамках каждого вида деятельности происходят приток и отток денежных средств.

Денежные потоки могут быть как положительными (поступления), так и отрицательными (выплаты) величинами, которые относятся к конкретным моментам времени (отсчитываемым от некоторого заданного начального момента). При этом доходные платежи по времени могут следовать за расходными платежами или опережать их. Принято считать, что в стандартной модели денежного потока доходная часть непосредственно следует за расходной.

Потоком реальных денег CF_t (чистым денежным потоком NCF_t) называется разность между притоком и оттоком денежных средств от инвестиционной и операционной деятельности в каждом периоде осуществления проекта (на каждом шаге расчета).

$$CF_t = (COF_{ot} - CIF_{ot}) + (COF_{it} - CIF_{it}), \quad (10.1)$$

где COF_{it} , COF_{ot} – денежные поступления от операционной и инвестиционной деятельности за период t ; CIF_{it} , CIF_{ot} – выплаты от соответствующих видов деятельности за тот же период.

Сальдо реальных денег – разность между притоком и оттоком денежных средств от всех трех видов деятельности на каждом шаге расчета.

С точки зрения предприятия, денежные потоки проекта определяются как разность между денежными потоками фирмы за каждый период в случае реализации проекта и денежными потоками в случае отказа от проекта:

Денежный поток проекта (CF_t) = CF_t фирмы при принятии проекта – CF_t фирмы без принятия проекта.

Таким образом, денежные потоки проекта должны обеспечивать приращение денежных потоков фирмы.

При оценке эффективности инвестиций учитываются только *релевантные денежные потоки* – разница между перспективным движением наличности, связанным с реализацией проекта и, соответственно, при отсутствии проекта. Поскольку релевантное движение наличности определяется изменениями (приращениями) капитала, его также называют *приростным движением наличности*, связанным с проектом.

При оценке проекта приростное движение наличности включает в себя любые изменения в перспективных денежных потоках компании, непосредственно связанные с реализацией проекта.

Отсюда следует вывод, что *любые движения наличности, существующие независимо от принятия или отклонения проекта, являются несущественными*.

Чистый операционный денежный поток CF_t состоит из двух слагаемых:

1) денежные доходы за вычетом денежных издержек, уменьшенные на сумму налогов;

2) амортизационный денежный поток, равный амортизационным отчислениям за данный период времени, умноженным на ставку налога. Отсюда видно, что амортизация оказывает влияние на денежные потоки, потому что она уменьшает налоги, и чем выше налоговая ставка, тем больше полезный эффект амортизации.

Оценка денежных потоков является одним из самых важных элементов управления инвестиционным процессом. Прогноз денежных потоков должен составляться на много лет вперед, что вызывает неизбежные ошибки в оценках. Менеджеры в своих прогнозах склонны к чрезмерному оптимизму, и в результате доходы имеют тенденцию к завышению, а издержки – к занижению. В результате происходит смещение чистых операционных денежных потоков вверх и, следовательно, смещение вверх оценочных показателей эффективности инвестиционных проектов. Часто это случается потому, что заработная плата менеджеров зависит от размеров компании, поэтому они заинтересованы в максимизации размеров фирмы, а не ее прибыльности. Кроме того, менеджеры часто эмоционально привязываются к проекту и, таким образом, не могут объективно оценить потенциальные негативные факторы проекта.

Другая проблема, возникающая при анализе денежного потока, заключается в занижении реальной рентабельности проекта в результате недооценки возможности новых управленческих решений. Многие проекты имеют потенциал, способный обеспечить преимущества, выходящие за рамки первоначальной оценки. Эти преимущества могут включать:

- разработку новых продуктов в русле начатого проекта;
- расширение рынков сбыта продукции;
- расширение или переоснащение производства;
- прекращение проекта и т. д.

Некоторые управленческие возможности сопряжены со стратегическим выходом компании на новые изделия или рынки. Ценность такой возможности часто называется стратегической ценностью. Так как управленческие возможности многочисленны и многообразны, а время их использования неопределенно, обычно нецелесообразно включать их непосредственно в оценки денежных потоков проекта.

В некоторых случаях ценность управленческих возможностей можно выразить количественно.

Проекты обычно анализируются в предположении, что фирма будет эксплуатировать проект на протяжении его физического срока действия. Однако это может быть не лучшим способом. Лучше всего, может быть, отказаться от проекта до окончания его потенциального срока действия, и эта возможность может материально повлиять на расчетный показатель рентабельности проекта.

По общему правилу, от любого проекта следует отказаться, когда чистая стоимость прекращения проекта больше, чем современная ценность всех денежных потоков за пределами года прекращения данного проекта, дисконтированная до момента принятия решения о прекращении. Стоимость прекращения проекта следует рассматривать в процессе формирования бюджета капиталовложений, потому что бывают случаи, когда признание необходимости прекращения проекта может сделать приемлемым проект, в других условиях неприемлемый. Действительно, такой вид анализа необходим для установления экономического срока действия проекта, в течение которого его результат максимален, как и доходы акционеров.

Прекращение проекта бывает двух типов:

- продажа первоначальным пользователем все еще ценных активов какой-либо другой стороне, которая может извлечь из этих активов определенные денежные потоки;

– отказ от имущества потому, что проект приносит денежный ущерб.

Второй тип прекращения проекта – закрытие убыточных предприятий – может сократить убытки и таким путем уменьшить степень риска проекта.

Риски инновационных проектов. Инновационный бизнес традиционно считается высокорискованным. Риск возникает при определенных условиях, называемых ситуацией риска. Эти условия взаимосвязаны и включают в себя:

– наличие неопределенности, т. е. недостаток информации о сегодняшнем состоянии или будущем развитии ситуации;

– необходимость выбора решения из имеющегося набора альтернативных вариантов;

– возможность оценить вероятность осуществления каждого из имеющихся вариантов (рис. 10.2).

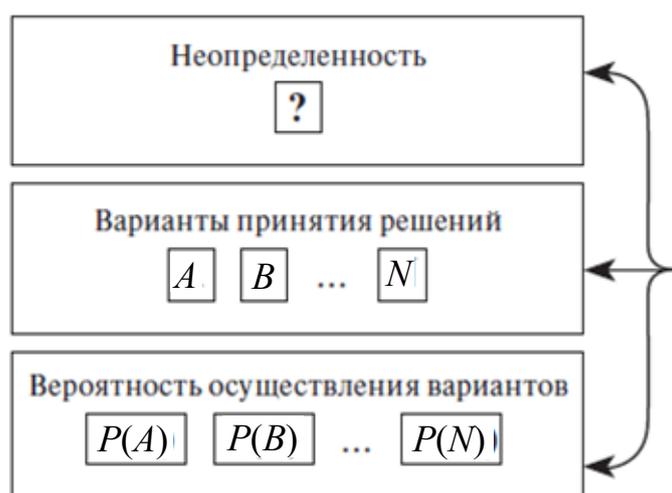


Рис. 10.2. Ситуация риска

Таким образом, риск можно определить как преодоление неопределенности в ситуации неизбежного, т. е. обязательного, выбора.

В ситуации риска возможна оценка следующих основных моментов:

– вероятность получения желаемого результата (удачи);
– вероятность наступления нежелательного исхода;
– вероятность отклонения от выбранной цели;
– возможные благоприятные и неблагоприятные последствия действий.

Риск в инновационном предпринимательстве можно определить как вероятность потерь, возникающих при инвестировании в производство новых товаров и услуг, в разработку новой техники и

технологии (которые могут не найти ожидаемого спроса на рынке), а также в разработку новых управленческих решений (которые могут не принести ожидаемого эффекта).

Инновационный риск возникает в следующих случаях.

- При внедрении более дешевого метода производства товара или услуги по сравнению с уже используемым. Подобные инвестиции приносят предприятию сверхприбыль в течение того периода времени, когда оно является единственным обладателем новой технологии. В данной ситуации предприятие сталкивается с такими видами риска, как несоответствие новой технологии существующей организационной и производственной структуре, а также неправильная оценка спроса на производимый товар.

- При создании нового товара или услуги на старом оборудовании. В данном случае к риску неправильной оценки спроса на новый товар или услугу добавляется риск несоответствия качества товара или услуги в связи с использованием старого оборудования.

- При производстве нового товара или услуги с помощью новой техники (технологии). Здесь можно выделить следующие виды рисков: отсутствие должного спроса на новый товар или услугу; несоответствие нового оборудования и технологии требованиям для производства товара или услуги; невозможность реализации нового оборудования вследствие его узкой специализации и т. п.

В целом риски в инновационном предпринимательстве бывают следующих видов:

- риски ошибочного выбора инновационного проекта;
- риски необеспечения проекта достаточным уровнем финансирования;
- маркетинговые риски текущего снабжения по инновационному проекту;
- маркетинговые риски сбыта по инновационному проекту;
- риски неисполнения хозяйственных договоров (контрактов);
- риски возникновения непредвиденных затрат и снижения доходов;
- риски усиления конкуренции;
- риски, связанные с обеспечением прав интеллектуальной собственности по проекту и т. д.

Кроме того, следует выделить ряд специфических рисков, возникающих при инвестировании в инновационные стартапы.

- Необходимость одновременной оценки как технической реализуемости проекта, так и рыночной привлекательности его результата –

продукта или технологии. При этом следует учитывать, что на ранних стадиях продукт может существовать лишь в виде прототипа, который будет несколько раз переработан, прежде чем (и если) дойдет до стадии рыночной коммерциализации.

- Сложность экономической оценки инвестиционных проектов, денежные потоки которых подвержены высокой неопределенности (а в некоторых случаях результаты проекта вообще с трудом формализуются в виде денежных потоков).

- Несмотря на неопределенность результатов, проекты должны реализовываться достаточно быстро, так как в высокотехнологичных отраслях смена технологических парадигм происходит очень часто, что приводит к моральному устареванию зачастую даже не осуществленных проектов.

- Недостаток у руководителей таких предприятий (как правило, ученых или технических специалистов) знаний и навыков в области экономики и менеджмента, что часто приводит к существенным ошибкам при оценке перспектив развития предприятий и текущем управлении его деятельностью.

При оценке инновационных проектов применяются различные процедуры экспертных оценок при установлении интегральных критериев успешности и критериев оптимального соответствия предпринятых усилий и полученного результата. При этом на протяжении жизненного цикла инновационного проекта критерии могут неоднократно пересматриваться.

Вероятность технического и коммерческого успеха определяется в зависимости от класса продукции (табл. 10.1).

Таблица 10.1

Факторы, влияющие на оценку вероятности успеха проекта

Фактор	Описание изобретения		
	Класс 1 ($P = 0,8$)	Класс 2 ($P = 0,6$)	Класс 3 ($P = 0,4$)
Информационный	Изделие хорошо известно и оценено	Требования к изделию определены, но характеристики даны	Изделие на стадии проекта, требования известны лишь в общих чертах
Производственно-технический	Обычный производственный процесс. Можно использовать существующее оборудование	Необходимы некоторые новые технологии и модернизация производственного процесса	Необходима значительная исследовательская и экспериментальная работа

Фактор	Описание изобретения		
	Класс 1 ($P = 0,8$)	Класс 2 ($P = 0,6$)	Класс 3 ($P = 0,4$)
Юридический	Фирма имеет преимущество в патентах и лицензиях	Относительно свободная возможность использовать патенты и лицензии	Преимущественное положение в патентах и лицензиях имеют конкуренты
Кадровый	Персонал – специалисты в данной области	Специалисты такого же уровня, как у конкурентов	Отсутствие опыта работы в данной области

В результате анализа рисков менеджеры предприятия должны сделать выводы о принятии данного проекта или отказе от него, а также о выделении в рамках бюджета инновационного проекта определенной суммы, позволяющей при условии действенных методов управления снизить риск до уровня, отвечающего представлениям инвестора (кредитора) об оптимальном сочетании доходности и рискованности инвестиций. Также необходимо проранжировать риски по значимости с целью распределения средств на их сокращение.

Результаты оценки эффективности и риска служат основанием для отбора проектов с целью их дальнейшей реализации.

Глава 11

ОСНОВНЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ВЕНЧУРНЫХ ПРОЕКТОВ

11.1. Метод чистой дисконтированной стоимости

Чистая дисконтированная (текущая) стоимость (NPV) – это разница между рыночной стоимостью проекта и затратами на его реализацию. Она представляет собой сумму дисконтированных по годам денежных потоков за все периоды реализации проекта:

$$NPV = \sum_{t=0}^T NCF_t (1+r)^{-t}, \quad (11.1)$$

где NCF_t – чистый денежный поток для года t ; r – процентная ставка, используемая для данного проекта (норма дисконтирования); T – период реализации проекта; $T = 0$ – период осуществления первоначальных инвестиций в проект.

Нетрудно заметить, что соответствующее значение чистой дисконтированной стоимости может быть получено путем умножения чистых денежных потоков за каждый период на соответствующий коэффициент дисконтирования.

Чистая дисконтированная стоимость показывает настоящую стоимость разновременных результатов от реализации конкретного проекта. Другими словами, чистая дисконтированная стоимость – это мера той добавочной или вновь создаваемой стоимости, которую мы получим, финансируя сегодня первоначальные затраты проекта.

Инвестиционное предложение следует рассматривать, если чистая дисконтированная стоимость проекта положительная. Если чистая текущая стоимость проекта меньше 0, проект должен быть отклонен. Из нескольких альтернативных проектов следует выбирать тот, у которого, при прочих равных условиях, больше чистая текущая стоимость.

Положительная величина чистой текущей стоимости свидетельствует не только о полном возмещении затрат на инвестиционный проект при прогнозируемом уровне доходности капитала, но и о по-

лучении дополнительного дохода, т. е. об увеличении активов предприятия вследствие принятия проекта.

При расчете дисконтированной стоимости принято делать некоторые допущения, которые значительно упрощают инвестиционные расчеты.

- Капитал можно привлечь и разместить под один и тот же процент.
- Денежные притоки и оттоки происходят в начале или конце каждого периода, а не возникают в течение всего периода.
- Денежные потоки точно определены и нет необходимости делать поправку на риск.
- В качестве стратегической цели принимается максимизация благосостояния фирмы.

С точки зрения инвестора чистая дисконтированная стоимость является сверхприбылью, поскольку положительная ее величина свидетельствует не только о полном возмещении затрат на инвестиционный проект при прогнозируемом уровне доходности капитала, но и о получении дополнительного дохода.

В условиях совершенной конкуренции не существует возможностей для получения какого-либо дохода сверх нормальной величины, поэтому величина чистой текущей стоимости не должна превышать нуля. Однако в условиях реальной рыночной экономики существуют некоторые возможности для максимизации прибыли (новые рынки, новые продуктовые ниши, новые технологические решения и т. п.).

11.2. Внутренняя норма доходности

Критерий внутренней нормы доходности широко используется в венчурном менеджменте для оценки эффективности венчурного фонда. Соответственно, его можно применять и при оценке отдельных проектов, финансируемых венчурными инвесторами. Этот критерий тесно связан с обсуждавшимся в предыдущем разделе критерием чистой дисконтированной стоимости с *NPV*.

Величина чистой дисконтированной стоимости обратно пропорциональна процентной ставке (норме доходности капитала). Графически эта зависимость проиллюстрирована на рис. 11.1.

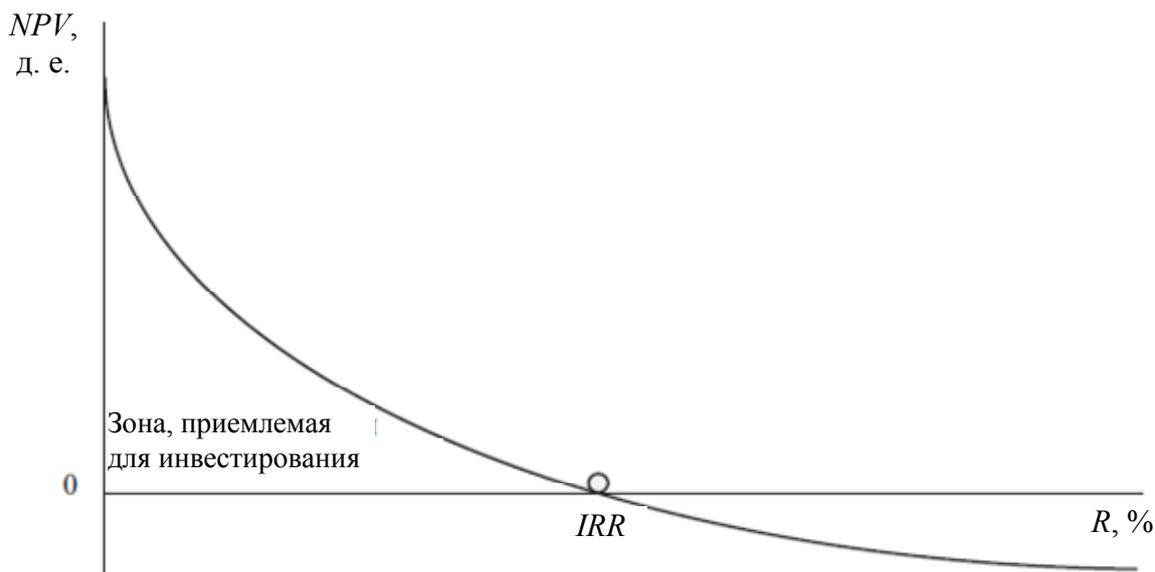


Рис. 11.1. Диаграмма чистой текущей стоимости

Точка, в которой график чистой дисконтированной стоимости пересекает ось абсцисс, называется внутренней нормой доходности проекта (*IRR*). Уравнение для расчета внутренней нормы доходности выглядит следующим образом:

$$\sum_{t=0}^T NCF_t (1 + IRR)^{-t} = 0. \quad (11.2)$$

Проект является приемлемым, если его внутренняя норма доходности превышает уровень доходности, требуемый инвестором.

В случае, когда *IRR* равна или больше требуемой инвестором нормы дохода на капитал, инвестиции в данный инвестиционный проект оправданны, и может рассматриваться вопрос о его принятии. В противном случае инвестиции в данный проект нецелесообразны.

Если сравнение альтернативных (взаимоисключающих) вариантов проекта по критериям чистой дисконтированной стоимости и внутренней нормы доходности приводят к противоположным результатам, предпочтение следует отдавать показателю чистой дисконтированной стоимости.

11.3. Метод рентабельности инвестиций

Рентабельность инвестиций (*ROI*) характеризует эффективность использования инвестиционных ресурсов и определяется как отношение получаемой среднегодовой прибыли к объему используемого капитала. Этот объем может быть выражен либо величиной

авансированного капитала, либо величиной среднего связанного капитала за период эксплуатации инвестиционного объекта. Поскольку чем больше авансированный капитал, тем больше средний связанный капитал за период эксплуатации, то с формальной точки зрения не имеет значения, какой показатель использовать – рентабельность авансированного или среднего связанного капитала. Оптимальные значения по этим показателям будут указывать на один проект.

Следует учитывать, что инвестиционный проект, обеспечивающий получение максимальной среднегодовой прибыли, может не обладать наибольшей рентабельностью вследствие значительной величины применяемого капитала. Может оказаться, что проект, приносящий большую среднегодовую прибыль, обладает меньшим уровнем рентабельности. Поэтому использование определенного метода сравнительных инвестиционных расчетов для выбора оптимального инвестиционного проекта зависит от цели, преследуемой инвестором, – максимальная среднегодовая прибыль или максимальная отдача используемого капитала.

Поскольку в расчетах рентабельности используется среднегодовая прибыль, то корректное использование этого метода требует выполнения тех же условий, что и сравнительные расчеты прибыли. Рассматриваемые инвестиционные альтернативы должны быть сопоставимы по объему инвестиционных затрат и сроку использования или эксплуатации объекта.

Показатель рентабельности инвестиций является очень распространенным критерием оценки экономической эффективности инвестиций в проекты, связанные с информационными технологиями. Однако *ROI* обладает рядом важных недостатков, из-за чего к его использованию в качестве критерия следует подходить с осторожностью.

1. Важнейшей проблемой при использовании показателя *ROI* является его статический характер, вследствие чего при оценке долгосрочных проектов могут возникнуть значительные ошибки.

2. Значение *ROI* может существенно искажаться в зависимости от учетной политики предприятия, в частности из-за выбранного метода начисления амортизации (учитывая, что в инновационных проектах существенную роль играют нематериальные активы, можно достаточно свободно определять амортизационную политику для таких проектов).

3. При использовании *ROI* в качестве критерия оценки эффективности инвестиций не могут быть учтены так называемые «мягкие

преимущества» (*soft benefits*) реализации проекта для компании, которые состоят в повышении удовлетворенности клиентов, росте квалификации сотрудников, улучшении морального климата в коллективе, получении конкурентных преимуществ. Не могут быть приняты и проекты, обладающие высокой стратегической ценностью, но не приносящие краткосрочных прибылей.

Распространенность *ROI*, однако, объясняется его значительными преимуществами. Будучи достаточно простым в расчете, он характеризуется наглядностью, позволяя определить срок окупаемости проекта, а также проранжировать возможные проекты по их рентабельности.

Таким образом, *ROI* играет важную роль при необходимости проведения быстрой оценки эффективности инновационных проектов, однако не может быть принят в качестве единственного критерия, так как при этом упускаются стратегические преимущества, влияющие на долгосрочную конкурентоспособность предприятия.

11.4. Экономическая добавленная стоимость

Показатель «экономическая добавленная стоимость» (*EVA*) становится в последние годы все более распространенным. *EVA* измеряет разницу между рентабельностью активов, созданных с помощью привлеченного извне капитала, и стоимостью капитала компании. Рентабельность инвестированного капитала должна быть больше, чем стоимость привлеченного капитала. Экономическая добавленная стоимость может быть найдена из следующих соотношений:

$$\left. \begin{aligned} EVA &= (ROIC - WACC)IC; \\ EVA &= NOPAT - WACC \cdot IC, \end{aligned} \right\} \quad (11.3)$$

где *ROIC* – рентабельность инвестированного капитала.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC},$$

NOPAT – чистая прибыль предприятия после уплаты налогов, но до выплаты процентов по кредиту (условный показатель, показывающий экономию на налогообложении при использовании финансового рычага); *IC* – величина инвестированного капитала (сумма чистых внеоборотных активов и чистых оборотных средств, либо сумма собственного капитала предприятия и чистой долгосрочной задолженности); *WACC* – средневзвешенная стоимость капитала.

Для того чтобы принять проект, необходимо убедиться, что он создает предприятию дополнительную стоимость, т. е. что с его помощью предприятие заработает большую доходность, чем стоимость его капитала. Это значит, что значение экономической добавленной стоимости должно быть положительным.

Можно выявить взаимосвязь между показателями экономической добавленной стоимости и чистой дисконтированной стоимости (*NPV*). Если выбрать в качестве ставки дисконтирования средневзвешенную стоимость капитала и предположить, что срок жизни проекта бесконечен; все капитальные вложения будут амортизированы полностью; изменений чистого оборотного капитала в результате осуществления проекта не предвидится, то все чистые денежные потоки, генерируемые проектом, могут рассчитываться как величина чистой прибыли после налогообложения до уплаты процентов (*EBIT*), а величина *NPV* может быть выражена следующим образом:

$$NPV = \frac{NOPAT}{WACC} - IC = \frac{EBIT(1 - \tau)}{WACC} - IC = EBIT(1 - \tau) - WACC \cdot IC. \quad (11.4)$$

Это совпадает с определением экономической добавленной стоимости и означает, что последняя может использоваться как статическая мера, при которой учитываются основные особенности анализа дисконтированных денежных оттоков в стабильном состоянии, при отсутствии роста.

Преимуществами показателя *EVA* являются простота для понимания и легкость расчета, что обуславливает широкие возможности его применения. Однако, как и показатель чистой дисконтированной стоимости, экономическая добавленная стоимость определяется с учетом всех инвестиций в проект и требует корректности в расчетах. Что касается прибыли, используемой для расчета *EVA*, то в качестве нее можно использовать как величину роста прибыли компании в результате реализации проекта (хотя ее всегда непросто вычленивать из общей прибыли), так и сокращение расходов (часто это подсчитать намного проще).

11.5. Основные подходы к оценке инновационной технологии

Одной из важнейших задач при венчурном инвестировании выступает оценка собственно технологии. Разработчики, хорошо понимающая технические достоинства предлагаемой разработки, не всегда мо-

гут определить точно ее эксплуатационные свойства (преимущества и риски), а также оценить коммерческий потенциал. В то же время инвестор не всегда является специалистом в области знания, из которой «выделена» та или иная технология.

Наибольшую сложность при оценке технологии представляет оценка ее «интеллектуальной части», т. е. интеллектуальной собственности.

Значительную роль в становлении методологии и методик оценки интеллектуальной собственности сыграла деятельность Международного комитета по стандартам оценки имущества, подготовившего и частично внедрившего в практику комплекс Международных стандартов оценки, в том числе стандарт 1А «Оценка нематериальных активов». Отметим, что специфика венчурного инвестирования налагает некоторые ограничения на определение стоимости ОИС. Так, при определении стоимости по типу использования объекта оценки (стоимость в пользовании и стоимость в обмене) в операциях венчурного инвестирования основным типом оценочной стоимости становится *стоимость в пользовании* (разработчик намерен использовать технологию самостоятельно). Что касается вида стоимости в зависимости от цели оценки, то, учитывая особенности венчурного инвестирования, речь должна идти, прежде всего, об *инвестиционной стоимости*, отличия которой от обоснованной рыночной стоимости заключаются в следующем:

- в оценке будущей доходности, которая опирается на представления инвесторов (участников *ТТ*) о предполагаемом объеме реализации продукции по передаваемой технологии;

- в оценке уровня риска (учитывается при расчете чистой дисконтированной стоимости в ставке дисконтирования и моделировании денежных потоков);

- в наличии эффекта наложения, связанного с сопутствующими видами деятельности, оказывающими влияние на формирование денежных потоков.

Оценочная деятельность на разных этапах реализации проекта может осуществляться различными его участниками. Однако, учитывая ограниченный доступ разработчика и пользователя к коммерческой информации, характеризующей рынок технологий, наилучшим вариантом является сторонняя оценка, проводимая независимыми экспертами или посредническими организациями, участвующими в отношениях по *ТТ*. Такая оценка получила название «технологический аудит».

Технологический аудит – это процесс, посредством которого компания может подвергнуть аудиту собственные технологические ресурсы и сравнить их с возможностями тех компаний, с которыми она конкурирует, или с теми, которые могут оказать на нее воздействие в будущем. Технологический аудит может включать в себя несколько комплексных процессов:

- оценка технологического потенциала компании-разработчика технологии и определение на этой основе ее инвестиционной привлекательности;

- оценка определенной технологии, лежащей в основе проекта;

- оценка технологического потенциала потенциальных покупателей технологии.

По сравнению с классическим финансовым или маркетинговым аудитом, описанным, например, в данной работе, технологический аудит предъявляет большие требования к разносторонности образования исполнителей и отличается рядом специфических сложностей. К таким сложностям относятся:

1. Выбор базиса технологического сравнения. Например, необходимо сравнить разработку с предлагаемыми аналогами у конкурентов на протяжении определенного исторического периода, а также с теми, которые могут появиться в ближайшее время, для чего возможно использовать методы технологического предвидения. Если говорить о предприятии, внедряющем новую технологию, то необходимо сравнивать эту технологию с прежними, ранее освоенными данным предприятием, а также с технологиями непосредственных конкурентов.

2. Необходимо оценить не только технологию саму по себе, но и «вписать» ее в технологическую систему потенциальных покупателей, а также определить направления ее возможной перестройки. Последнее соображение выводит на первый план необходимость сопоставления затрат и результатов, связанных с внедрением новой технологии, т. е. оценки соответствующего инвестиционного проекта. При этом следует учитывать свойство многих проектов не приносить дохода в краткосрочном периоде, но обеспечивать долгосрочные конкурентные преимущества, что требует дополнять классическую оценку эффективности инвестиций на основе показателей чистой текущей стоимости, внутренней нормы доходности, срока окупаемости и т. п. дополнительными методами количественного и качественного характера (например, методом опционов).

3. Следует определить возможности, время и усилия, требуемые на преодоление технологического разрыва, который может возникнуть:

- между технологическим уровнем инновационной разработки и возможностями приема ее у потенциальных покупателей;
- между технологическим уровнем потенциального покупателя после внедрения инновационной технологии и уровнем потребителей его продукции.

Глава 12

НЕФОРМАЛЬНЫЙ ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ КАК ФИНАНСОВЫЙ РЕСУРС ДЛЯ НАЧИНАЮЩИХ ИННОВАЦИОННЫХ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЕЙ

12.1. Неформальные объединения бизнес-ангелов

Сети (ассоциации) индивидуальных венчурных инвесторов являются формализованными инфраструктурными образованиями неформального рынка венчурного капитала. Основная цель деятельности сетей заключается в установлении контактов между инициаторами проектов и индивидуальными венчурными инвесторами в преодолении асимметрии информации на этапе, предшествующем осуществлению инвестиций, что обеспечивает снижение рисков индивидуального венчурного инвестирования и повышение эффективности функционирования неформального рынка венчурного капитала.

Важной задачей сети или ассоциации бизнес-ангелов являются совместное проведение преинвестиционной оценки сделки и поддержка процесса инвестирования. Преинвестиционная оценка сделки – очень трудоемкий процесс. Отдельный бизнес-ангел может не обладать всеми необходимыми знаниями и навыками для точной оценки ситуации. При совместной оценке возникает возможность проведения всестороннего и сбалансированного анализа, учета всего многообразия информации о рынке, управлении, финансовых решениях, критического взгляда на предлагаемые решения с самых разных позиций.

За последние годы в мире произошло активное развитие сетей индивидуальных венчурных инвесторов. Существуют две модели организации инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала – одноуровневая и двухуровневая.

В большинстве стран мира сложилась **двухуровневая система инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала** – региональные сети индивидуальных венчурных инвесторов и общенациональная ассоциация сетей индивидуальных венчурных инвесторов, объединяющая региональные сети. Такая форма организации инфраструктуры неформального рынка венчурного капитала представляется оптимальной, так как содействует росту конкуренции между сетями и препятствует монополизации отрасли.

12.2. Функции объединений бизнес-ангелов

Сети индивидуальных венчурных инвесторов в большинстве стран выполняют следующие функции:

- привлечение индивидуальных и институциональных венчурных инвесторов и инициаторов проектов;
- предварительный отбор проектов;
- составление резюме бизнес-планов, установление контактов между венчурными инвесторами и инициаторами проектов;
- оказание правовой и методической поддержки венчурным инвесторам и инициаторам проектов;
- содействие в формировании синдикатов индивидуальных венчурных инвесторов для осуществления совместных инвестиций;
- организация обмена опытом среди участников сетей;
- поддержка связи с российскими и зарубежными сетями индивидуальных венчурных инвесторов;
- организация обучения инвесторов и инициаторов проектов по проблемам инвестиционного процесса, оказание консалтинговых услуг (разработка бизнес-планов, проведение маркетинговых исследований, проведение углубленной экспертизы проектов);
- содействие в комплектовании реализующего инновационный проект коллектива;
- организация презентаций наиболее интересных проектов в средствах массовой информации.

Из вышеизложенного можно сделать вывод, что ассоциации бизнес-ангелов являются необходимым звеном в процессе развития инновационных компаний ранних стадий, которые помогают авторам проектов преодолеть «инкубационную пропасть». Для создания полноценной инфраструктуры поддержки и развития малого предпринимательства каждого региона страны необходимо организовать региональные ассоциации бизнес-ангелов.

12.3. Образование региональных инновационных кластеров с участием венчурного капитала

Кластер – это группа соседствующих взаимосвязанных компаний и связанных с ними организаций, взаимодополняющих друг друга и действующих в определенной сфере, а также характеризующихся общностью деятельности.

Одной из основных задач современной белорусской экономики является активизация инновационных процессов и в перспективе –

переход к инновационному развитию. В связи с этим нельзя обойти вопросы, связанные с выделением в качестве самостоятельного явления инновационных кластеров.

Инновационный кластер представляет собой объединение различных организаций (промышленных компаний, исследовательских центров, органов государственного управления, общественных организаций и т. д.), которое позволяет использовать преимущества двух способов координации экономической системы – внутрифирменной иерархии и рыночного механизма, что дает возможность более быстро и эффективно распределять новые знания, научные открытия и изобретения.

Основными идентификационными признаками кластера являются:

- 1) производственно-технологическая взаимосвязь компаний, формирующих кластер;
- 2) территориально-производственная общность взаимосвязей;
- 3) наличие развитой инфраструктуры, обеспечивающей трансфер знаний и технологий;
- 4) гибкость состава и структуры, отсутствие жестких формальных ограничений и барьеров, препятствующих расширению и сужению кластера;
- 5) открытость кластера как системы.

Опыт практической работы в области инвестиционной деятельности в инновационные проекты показал, что необходимо использовать существующие элементы развития инноваций и дополнить их новыми элементами, функциями и связями (рис. 12.1).

Кроме системы отбора проектов существует проблема отсутствия менеджеров проектов. Для решения этой задачи необходимо при содействии частных инвесторов (бизнес-ангелам) создавать на базе передовых университетов базовые кафедры для подготовки современных менеджеров инновационных проектов, где студенты получили бы не только теоретические, но и практические знания от топ-менеджеров, собственников и консультантов инновационных компаний. Студенты также в рамках системы обучения должны работать над реальными инновационными проектами, осваивать командные методы работы, проектные формы, вырабатывать умение управлять реальными Hi-Tech проектами.

Одной из задач, которую нужно решать частным инвесторам, – объединение в ассоциации бизнес-ангелов по региональному принципу. Такая ассоциация работает в тесной взаимосвязи с региональной венчурной ассоциацией, описанной выше, или является ее участником.

- консалтинговые услуги инноваторам, инновационным компаниям и инвесторам; помощь авторам перспективных проектов и предпринимателям в подготовке презентационных материалов;
- организация обучения инноваторов, менеджеров и руководителей инновационных предприятий особенностям инновационной деятельности и венчурного инвестирования;
- создание менеджерских команд для реализации проектов;
- формирование общественного мнения о деятельности бизнес-ангелов через соответствующие публикации в специализированных изданиях;
- участие в выставках, ярмарках, форумах;
- налаживание партнерских взаимоотношений с инновационными структурами (участие в экспертных комиссиях и жюри венчурных ярмарок и форумов).

Создание и финансирование малых инновационных предприятий на стадии посева и стартапа должно осуществляться за счет средств государственных грантов и частных инвесторов. Вновь созданное инновационное предприятие должно размещаться в бизнес-инкубаторе, где кроме льготных условий по аренде площадей и оборудования, бухгалтерскому учету, юридическому сопровождению, специалисты ассоциации бизнес-ангелов осуществляют коучинг предпринимателей – обучают их маркетингу, управлению финансами, менеджменту, работе с персоналом, коммерции. В бизнес-инкубаторе МИПы находятся не более трех лет, за это время они должны перейти в стадию роста. На этом этапе проект переходит в отраслевой технопарк, созданный на принципе частного государственного партнерства. Здесь инновационное предприятие получает следующие раунды финансирования стадий роста и расширения от корпоративных венчурных инвесторов или венчурных фондов. На основе созданного в технопарке продукта создается серийное производство на базе индустриальных парков, финансируемое фондами прямых инвестиций или корпоративными инвесторами. Именно на этой стадии осуществляется первичное размещение акций на бирже (*IPO*) или полная продажа компании стратегическому инвестору. Цикл завершен, из идеи выращена крупная корпорация, срок реализации проекта – 7–10 лет.

Глава 13

МОДЕЛИ ПАРТНЕРСТВА ГОСУДАРСТВА В ОБЛАСТИ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

13.1. Цели и задачи государственных программ поддержки венчурного капитала

Цели, которые преследуют правительственные инициативы по поддержке венчурного капитала, главным образом направлены на укрепление инновационного характера экономики. Их более непосредственными задачами являются:

- 1) развитие сферы и возможностей венчурного инвестирования для малых и средних предприятий;
- 2) облегчение для малых и средних предприятий доступа к венчурному капиталу;
- 3) совершенствование инноваций и конкурентоспособности страны путем поощрения создания инновационных предприятий и предоставления финансирования ранних стадий и поддерживающих услуг.

В мире не было стран, ставших на путь инновационного развития, где роль государства в формировании данного института была бы незначительной.

13.2. Модели развития венчурной индустрии и эволюция венчурной экосистемы

Венчурная экосистема может быть определена как такая модель венчурной индустрии, в которой реализуется идеальная модель взаимодействия всех ее элементов (общества, государства, бизнеса) и обеспечено ее самоподдержание и саморазвитие за счет частного капитала. Дж. Ноэл выделяет несколько этапов эволюции венчурных экосистем в зависимости от процентного соотношения и направленности действующих венчурных фондов (рис. 13.1).

Так, согласно Ноэлу, страны, в которых существуют только институты и фонды развития, не нацеленные на доход, находятся на первом эволюционном этапе развития венчурного капитала, который Ноэл относит к пассивному состоянию, и таким странам требуется го-

сударственная модель формирования рынка венчурного капитала, нацеленная на привлечение частных инвесторов для создания частных венчурных фондов, ориентирующихся на прибыль.

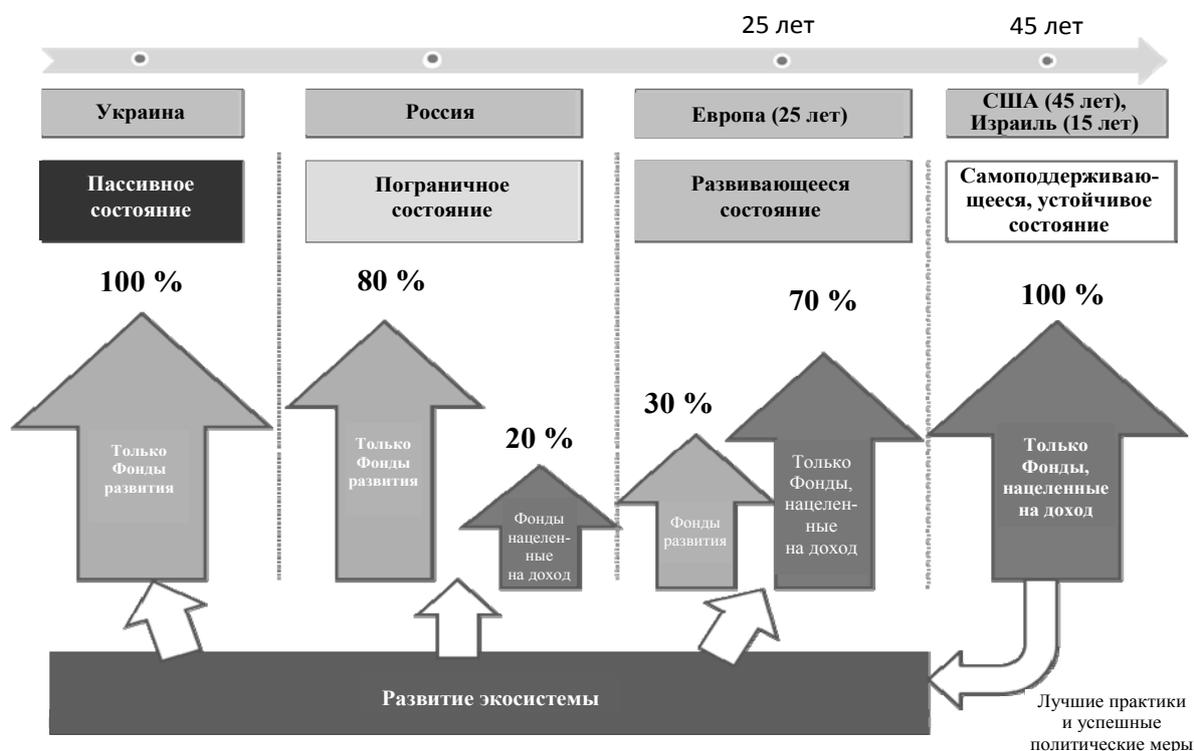


Рис. 13.1. Этапы развития экосистемы венчурного капитала

К следующему этапу пограничного состояния экосистемы относятся, например, Россия, где по-прежнему доминируют не ориентированные на прибыль программы и фонды развития, которые созданы с участием государства или международных финансовых институтов, таких как Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и другие, преследующие цели экономического развития страны или ее отдельных регионов. Наряду с ними меньшую часть рынка (около 20 %) занимают частные венчурные фонды, ориентирующиеся на доход как главный критерий успеха.

Европа находится на третьем этапе развития венчурной экосистемы и стремится к устойчивому состоянию, что характеризуется доминированием фондов, нацеленных прежде всего на доход (70 %), и наличием тенденции к заметному снижению значения и доли на рынке фондов развития. К этому состоянию Европа последовательно шла на протяжении 25 лет, пройдя предыдущие два этапа.

Последний, четвертый, этап развития венчурной экосистемы – это состояние устойчивого саморазвития венчурной индустрии, когда на

рынке преимущественно представлены фонды, главным критерием деятельности которых является максимизация прибыли. К венчурным индустриям этой фазы относятся: венчурная экосистема США, последовательно построенная за 45 лет, и венчурная экосистема Израиля, созданная за последние 15 лет и представляющая впечатляющую историю успеха за такой короткий промежуток времени. Одним из критериев успеха государственной модели Израиля стало использование опыта США для ускоренного построения собственной венчурной индустрии, реализовавшейся на практике в государственной программе «Yozma». К этому этапу приближается и венчурная индустрия Великобритании.

Построение венчурной экосистемы представляет собой сложную и многоплановую задачу, решить которую могут только согласованные и основанные на партнерстве программы совместных действий государства и частного бизнеса.

13.3. Элементы венчурной экосистемы

Для реализации успешного развития венчурной экосистемы необходима слаженно работающая инфраструктура, развитые институты и деньги, доступные для венчурных инвестиций (рис. 13.2).

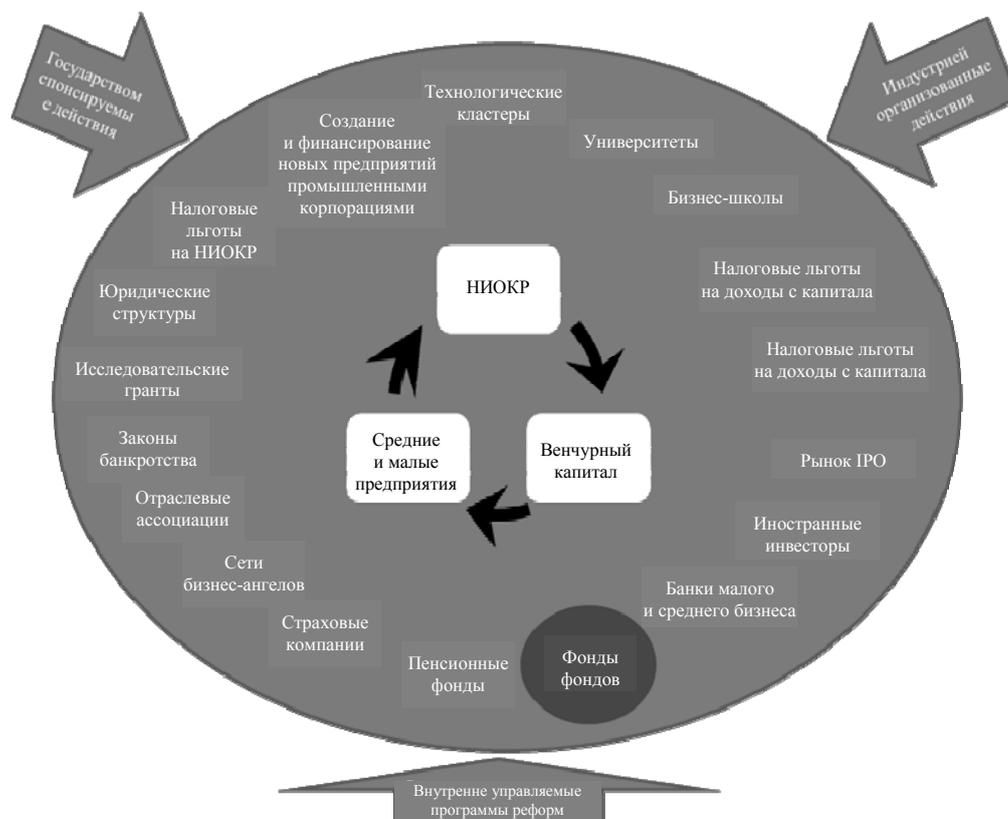


Рис. 13.2. Сбалансированная комплексная венчурная экосистема

Несмотря на то что многие страны обладают успешным опытом и собственными моделями построения эффективной венчурной индустрии, объективной реальностью остается отсутствие идеальной модели ее построения, которую можно было бы успешно использовать в любой стране. Например, по мнению специалистов, американская модель венчурного капитала в Европе и Азии работает недостаточно эффективно, так как инфраструктура для нее за пределами США имеет существенные недостатки и ограничения – особенно в том, что касается инвестиций на ранних стадиях развития бизнеса в области высоких технологий. В частности, речь идет о неразвитости фондовых рынков, недостатке налоговых стимулов для предпринимателей и инвесторов, неразвитости предпринимательской культуры, недостатке опытных управляющих венчурным капиталом и т. д. Таким образом, утверждение EVCA, что высока вероятность того, что американская модель не будет работать также и в Центральной и Восточной Европе, вполне справедливо.

13.4. Национальные особенности венчурного бизнеса

Различия связаны не только с инфраструктурными особенностями стран Европы и США, но также и с различиями в деловой культуре, этике и подходах к построению бизнеса. Отличительной особенностью культуры ведения бизнеса в Силиконовой Долине специалисты считают отсутствие негативной реакции на провал или неуспех венчурного специалиста, что до сих пор недопустимо в Европе в силу более консервативных взглядов и более аккуратного отношения к инвестициям и деловой истории предпринимателя. В отличие от Европы, инвесторы США могут охотно инвестировать в компанию предпринимателя, даже если у него было несколько стартапов, которые закончились безуспешно, что воспринимается в Силиконовой Долине как накопленный опыт.

В подходе к построению бизнеса также отмечается тенденция к более высоким ожиданиям в отношении показателей развития и роста компаний в США по сравнению с Европой. В США философия ведения бизнеса заключается в достижении взрывного роста компании и получении сверхприбыли: из десяти портфельных компаний предприниматели больше уделяют внимание той, которая покажет стремительный рост, будет успешной и принесет сверхприбыль; а в Европе предприниматели чаще ориентируются на минимизацию потерь и максимизируют прибыль от всех компаний, даже тех, которые не принесут сверхприбыли.

Вместе с тем следует отметить и другие количественные различия венчурного бизнеса в США и Европе. Например, размер венчурных фондов в США гораздо больше, чем в Европе.

Не стоит считать, что венчурная индустрия Европы безнадежно отстает от американской. По данным исследований Triangle Venture Capital Group за 2008 г., 51 % европейских сделок против 35 % сделок в США имели мультипликатор роста стоимости бизнеса по сравнению с ценой входа за период инвестирования более пяти лет. Это доказывает, что европейским предпринимателям иногда удается обойти американских коллег по показателю эффективности инвестиций.

Данный факт можно объяснить и следующим: в США крупные корпорации стоят перед выбором: покупать инновационный продукт или приобрести инновационную компанию, его производящую. В последнее время разница между ценой покупки продуктов инновационных компаний и покупкой самих инновационных компаний сбалансирована. Фактически установлена верхняя граница, по которой венчурные фонды могут осуществить выход из инвестиций и продать инновационные компании. Суммарный капитал, инвестированный в компанию до выхода из инвестиций (включая реинвестирование прибыли и долговое финансирование), в США в среднем составлял в конце 2000-х гг. 77,2 млн долл. и имел тенденцию к росту, по сравнению с 42 млн долл. в Европе. С учетом этого факта средняя доходность инвестора имеет тенденцию снижаться вследствие ограниченности цены выходов – 287 млн долл. в США и 256 млн долл. в Европе (данные упомянутой Triangle Venture Capital Group за 2008 г.).

13.5. Роль государства в развитии модели венчурной индустрии

Государственная поддержка имеет ключевое значение для развития венчурной индустрии. Опыт различных стран показал, что роль государства особенно высока на этапе запуска и настройки системы венчурного финансирования и венчурной индустрии. Государство, с одной стороны, финансирует формирование и развитие института венчурного финансирования (как правило, на основе ГЧП) и содействует созданию условий для продажи на рынке результатов работы инновационных технологий и компаний, проинвестированных венчурными фондами. Государство должно активно участвовать в формировании рынка инноваций, выделяя деньги на государственные закупки и заказы инновационной продукции, а также прямо поддерживать инновационную дея-

тельность, финансируя фундаментальные НИОКР. Одновременно на первых этапах развития государство должно выделять средства для формирования венчурных фондов, однако используя их не для замещения частного капитала, а в качестве катализатора для привлечения средств частных инвесторов. Тем самым государство не только задает условия игры и стимулы к развитию рынка, но и создает будущие стандарты, заставляя частный бизнес переориентироваться на инновационные продукты и адаптироваться к опережающим стандартам бизнеса, соответствующим инновационной модели роста экономики.

Основная задача государства состоит в привлечении частного бизнеса к венчурной индустрии, создании привлекательных условий работы для частных денег, формировании критической массы профессиональных специалистов в области венчурных инвестиций на рынке, стимулировании накопления участниками рынка опыта венчурной деятельности. После достижения требуемого уровня развития венчурной индустрии государство осуществляет постепенный вывод государственных средств с венчурного рынка и снижает государственное вмешательство в его работу, что в свою очередь свидетельствует о создании в стране устойчивой венчурной индустрии, работающей как экосистема, согласно теории Дж. Ноэла.

Роль государства также заключается в создании положительного имиджа венчурного инвестирования в стране и определении инновационной политики как национального приоритета; при этом государство стимулирует спрос бизнес-сектора на инновации, инвестиции в НИОКР и ориентацию научных исследований на рынок и конечного потребителя новых знаний. Государство ведет работу по совершенствованию адекватной законодательной базы и программ повышения компетентности и образования в области венчурного инвестирования, создает эффективную систему защиты интеллектуальной собственности, предоставляет льготные условия налогообложения на прирост капитала и создает эффективные прозрачные структуры для создания фондов, привлекательные для международных институциональных инвесторов.

Глава 14

МОДЕЛИ И МЕХАНИЗМЫ КОРПОРАТИВНОГО ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

14.1. Сущность корпоративных венчурных инвестиций

Одна из ключевых проблем, связанных с инвестициями в высокотехнологичные проекты, опирающиеся на результаты НИОКР, заключается в том, что с позиций оценки денежных потоков многие такие проекты оказываются несостоятельными. Высокая ставка дисконтирования, обусловленная длительностью реализации, высокими рисками и невозможностью привлечь в такие проекты дешевые заемные источники финансирования, «работает» против таких проектов. Кроме того, инновационные компании, как правило, являются быстрорастущими, что приводит к отсутствию у них свободных денежных потоков для инвестирования в НИОКР.

Тем не менее крупные корпорации, осуществляют значительные инвестиции в исследования и разработки, сохраняя в своей структуре исследовательские подразделения или создавая новые. Поскольку основным критерием жизнеспособности корпорации является возможность создавать стоимость для акционеров, следует предположить, что инновационные проекты и подразделения, специализирующиеся на них, способны создавать стоимость. Руководство компании при принятии инвестиционных и финансовых решений должно постоянно делать выбор между темпами роста и доходностью. С точки зрения крупной корпорации сбалансированная структура входящих в нее бизнес-единиц до некоторой степени может решить эту дилемму. Такая сбалансированная структура должна включать следующее:

А – предприятия, растущие медленно, но генерирующие значительные денежные потоки;

Б – предприятия, отличающиеся устойчивым ростом и высокой доходностью инвестиций;

В – быстрорастущие предприятия с отрицательными денежными потоками, которые поддерживают рост и увеличивают стоимость для акционеров по мере их развития. Как правило, такие предприятия требуют внешнего финансирования, поступающего из денежных потоков предприятий первой группы.

Именно инновационные проекты дают корпорации возможности повышения темпов роста, а впоследствии – увеличения доходности. В табл. 14.1 показано влияние исследовательских проектов на возможности роста корпорации.

Таблица 14.1

Источники корпоративного роста

Источник	Вклад исследовательских инновационных проектов	Степень устойчивости роста	Ключевые факторы
Цена	Небольшой	Средняя	Соотношение спроса и предложения. Инфляция
Рост рынка	Небольшой	Высокая	Рост валового внутреннего продукта. Географическая экспансия
Проникновение на рынок	Большой	Высокая	Возможность замещения. Технологически усовершенствованная продукция
Доля рынка	Большой	Высокая	Характеристика продукта и затраты на его производство
Затраты производства	Большой	Средняя	Давление конкуренции. Стоимость капитала
Сокращение накладных расходов	Небольшой	Низкая	Давление конкуренции

Разрабатывая и выводя на рынок инновационные продукты и технологии, компания может, таким образом, дифференцироваться от конкурентов, особенно если эти продукты и технологии защищены надлежащим образом с помощью патентов.

Таким образом, инвестирование в инновационные проекты может рассматриваться как важнейшая часть корпоративной инвестиционной стратегии и принимает характер стратегических инвестиций. Эти инвестиции осуществляются в условиях высокой неопределенности, что накладывает существенный отпечаток на методы их финансирования и само обоснование целесообразности их осуществления.

Исходя из сформированных финансовых ограничений и стратегических альтернатив строится отбор проектов и формируется инвестиционная программа, как показано на рис. 14.2. Если подходить к формированию технологического портфеля с позиций сбалансированности доходности и темпов роста, становится очевидной целесообразность включения в портфель проектов, потенциально интересных для предприятия, но обладающих повышенным уровнем риска либо не отвечающих общему направлению инновационной стратегии развития. В случае успеха таких проектов возрастает стоимость компании, высокая же волатильность результатов оказывает положительное влияние на ценность «встраиваемого» реального опциона.

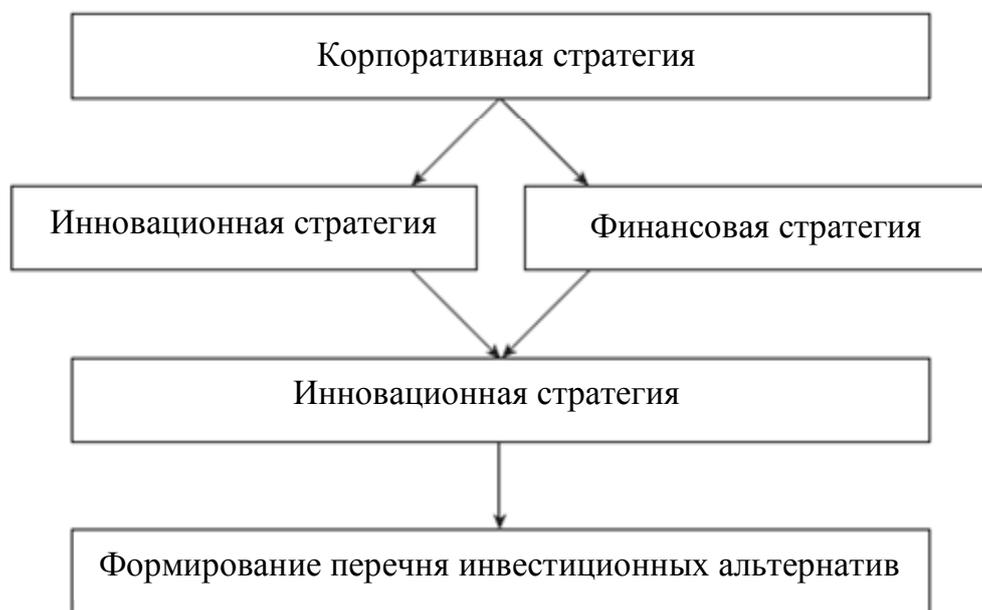


Рис. 14.1. Инвестиционная стратегия и инвестиционные проекты в системе корпоративного менеджмента

Очевидно, что, инвестируя в такие проекты, корпорация повышает общий риск инвестирования. Таким образом, для реализации таких проектов требуются особые финансовые, инвестиционные и управленческие механизмы. В качестве одного из таких механизмов, получивших значительное распространение в зарубежной практике, выступает корпоративное венчурное инвестирование.

Понятие «корпоративное венчурное инвестирование» (далее – КВИ) в зарубежной теории и практике имеет различные трактовки. Как правило, под КВИ понимается деятельность венчурного фонда (КВФ), созданного корпорацией, по поиску привлекательных для инвестирования проектов (как внутри самой корпорации, так и вне ее) и

инвестированию в них средств. Хотя венчурные фонды финансируются корпорациями, их управляющие компании могут привлекать и средства сторонних инвесторов. Иногда управление фондом отдается на аутсорсинг сторонней управляющей компании. Однако корпорация сохраняет контроль за направлением инвестиций, вводя своих представителей в совет директоров управляющей компании.

Классификация корпоративных венчурных инвестиций в зависимости от стратегии инвестирования представлена в табл. 14.2. Корпоративное венчурное инвестирование осуществляется в подразделения предприятия или в новые компании, создаваемые внутри корпорации командами, реализующими инновационные проекты («внутренние венчуры»). В качестве выхода из инвестируемой компании может рассматриваться выделение команды проекта в отдельное независимое предприятие «спин-офф», однако в силу стратегической направленности таких инвестиций в значительном числе случаев процедура выхода вообще не осуществляется.

Таблица 14.2

Характеристики корпоративных венчурных инвестиций

Критерий	Прямые КВИ	Инвестиции через КВФ
Тип инвестирования	Корпорация инвестирует в создаваемые в ее рамках проекты (компании) путем участия в акционерном капитале	Корпорация создает корпоративный венчурный фонд, который осуществляет поиск привлекательных объектов и инвестирует в них
Механизмы инвестирования	<ol style="list-style-type: none"> 1. Инвестиционный комитет корпорации. 2. Квази-фонд, полностью подчиненный топ-менеджерам корпораций и управляемый ими. 3. «Спин-офф». 4. Организация стратегических альянсов с инвестируемыми компаниями 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Внутрикorporативная организация, обладающая операционной самостоятельностью и имеющая представителей корпорации в своем совете директоров. 2. Профессионально управляемый (с участием внешних управляющих) фонд. 3. Профессионально управляемый кэптивный фонд, привлекающий средства сторонних инвесторов

Характеристики корпоративных венчурных инвестиций

Критерий	Прямые КВИ	Инвестиции через КВФ
Характеристики проектов	«Выращивание» компаний, оказание им значительной организационной, юридической, технической помощи. Возможно привлечение в компании средств сторонних венчурных инвесторов при финансовых гарантиях со стороны корпорации	Инвестирование в малые инновационные компании, работающие в секторах, представляющих стратегический интерес для корпорации. Возможно установление партнерских отношений с корпорацией

КВИ рассматриваются корпорациями как элементы, скорее, инновационной стратегии, чем финансовой, хотя следует учесть, что финансовые мотивы являются основой для инвестиционных решений. Такие инвестиции дают корпорациям возможность:

- сократить затраты на приобретение технологий;
- разделить риски по разработке и внедрению новых технологий с разработчиком технологии и партнерами по стратегическому альянсу;
- иметь доступ к информации о последних достижениях науки и техники;
- развивать проекты, не относящиеся к основной области деятельности корпорации, и извлекать дополнительные доходы;
- развивать компетенции персонала и предпринимательскую организационную культуру.

В последние годы среди преимуществ КВИ выделяют также реализацию функций социальной ответственности бизнеса.

Чем более зрелым является рынок, тем труднее компании увеличить на нем свою рыночную долю либо защитить ее от усилий конкурентов. Следовательно, повышение инновационной активности для нее становится жизненной необходимостью.

В современных условиях быстрых технологических изменений у компаний появляется еще один серьезный стимул для создания внутренних венчуров. Для укрепления конкурентных преимуществ компании вынуждены осваивать и развивать новые технологии, поскольку иначе в случае смены технологической базы производства они не

смогут обеспечить свою конкурентоспособность. Новые знания и технологии являются продуктом как внутренних исследований, так и различного рода стратегических альянсов, а также приобретаются компаниями в процессах технологического трансфера. Однако они часто не воплощаются в конкретные коммерчески реализуемые продукты до тех пор, пока для этих целей компания не создаст специальное бизнес-подразделение – внутренний венчур.

Однако следует отметить, что крупные корпорации, как правило, консервативны по структуре, корпоративной культуре, бизнес-процессам. Венчурный подход к развитию бизнеса является предпринимательским, инновационным, противоречащим консервативному укладу крупных корпораций. Это противоречие стало источником серьезных препятствий для развития корпоративного венчурного бизнеса, наиболее серьезными из которых являются следующие:

1. Неспособность четко определить роль и место корпоративных инвестиций в общей стратегии развития бизнеса.

2. Короткий период времени, в течение которого ожидаются результаты. Период существования профессионального венчурного фонда в среднем составляет 10 лет.

3. Недооценка риска, связанного с венчурными проектами, что приводит к большому числу неудач.

4. Недостаточная гибкость корпоративных процедур, что проявляется, например, при необходимости отступления от плана или внесения значительных изменений в утвержденный бюджет.

Все эти проблемы в совокупности со значительными рисками, присущими венчурному бизнесу как виду деятельности вообще, приводят к неудовлетворительным результатам работы большого количества корпоративных венчурных программ.

14.2. Корпоративный венчурный проект

Под корпоративным венчурным проектом понимается проект, обладающий следующими отличительными характеристиками:

– он связан с осуществлением новой для материнской организации деятельности;

– он инициируется и в большинстве случаев осуществляется (управляется) внутри материнской организации;

– проект связан с существенно большим риском (техническим, коммерческим или финансовым), чем основной бизнес организации;

- результаты проекта характеризуются высоким уровнем неопределенности;
- проект требует (на определенной стадии своего жизненного цикла) создания отдельной структуры управления и отдельной команды, вовлеченной в его реализацию;
- проект предпринимается ради увеличения выручки, прибыли, роста производительности или повышения конкурентоспособности организации.

Таким образом, основными отличительными характеристиками корпоративных венчурных проектов выступают: неопределенность, риск, новизна продукции или рынка, высокая значимость для организации.

В соответствии с известным подходом И. Ансоффа возможны следующие пути обеспечения роста компании в долгосрочном периоде и, соответственно, долгосрочной конкурентоспособности:

- увеличение рыночной доли для известной продукции на освоенном рынке;
- выход с новыми продуктами на освоенный рынок;
- выход на новый рынок с существующими продуктами;
- выход на новый рынок с новыми продуктами (в исключительных случаях – создание новых рынков).

14.3. Механизмы управления корпоративными венчурными инвестициями

Механизмы стимулирования и формирования команды проекта. Корпоративное венчурное инвестирование как стратегия развития компании и реализации ее инновационного потенциала опирается на проектный подход к созданию новых предприятий для разработки и коммерциализации инноваций и требует создания в организации особой корпоративной культуры, сочетающей в себе предпринимательскую и обучающуюся культуру. Для успеха КВИ необходимо уделять серьезное внимание управлению развитием венчурных фирм, создающихся в рамках материнской корпорации.

С точки зрения материнской корпорации успешное развитие корпоративной венчурной фирмы оказывает прямое влияние на денежные потоки и прибыль. Как правило, даже эффективные в целом инвестиции в первые годы генерируют отрицательные денежные потоки, т. е. изымают деньги из оборота материнской корпорации. Это проис-

ходит при всех моделях КВИ (как в случае прямых инвестиций, так и при инвестировании через корпоративные венчурные фонды). Поэтому оттого, насколько успешно организовано управление этими предприятиями, зависят скорость формирования и величина положительных денежных потоков организации.

Однако если в случае классических венчурных инвестиций предприниматели, получающие венчурный капитал, не зависят от венчурных инвесторов (те, как правило, имеют своих представителей в совете директоров, но не вмешиваются в оперативную деятельность), при КВИ руководители венчурных проектов являются работниками материнской корпорации, зачастую назначаемыми на эти должности в принудительном порядке. У руководителей проектов нет иных ресурсов, кроме инвестиций материнской корпорации, они «встроены» в ее иерархическую организационную структуру и не имеют ни экономической свободы, ни возможности и желания принимать на себя предпринимательские риски.

Таким образом, возникает проблема поиска эффективных управляющих внутри материнской корпорации и формирования механизмов их стимулирования, прежде всего, в области принятия предпринимательских рисков и управления ими.

При формировании управленческой команды венчурного проекта следует учитывать, что для успеха проекта важно, чтобы в ее составе были люди, выполняющие следующие функции:

– руководитель (менеджер) – внутрикорпоративный предприниматель, отвечающий за продвижение проекта и берущий на себя предпринимательские риски, связанные с его реализацией;

– изобретатель (разработчик) – человек (группа людей), являющийся автором инновационной идеи и ответственный за научно-технические аспекты ее разработки;

– «спонсор» – представитель материнской корпорации или корпоративного венчурного фонда, отвечающий за данный проект и контролирующий выделение и распределение ресурсов. Он также отвечает за отношения с материнской организацией, в частности, защищает проект, продвигает его и добивается необходимых изменений в плане предоставления ресурсов.

Поиск кандидатур на эти позиции тесно связан с системой стимулирования. Очевидно, что компания должна или принять меры по защите менеджеров венчурных проектов от рисков, либо предложить им высокую компенсацию за принимаемые риски. В первом случае

компания на время реализации венчурных проектов сохраняет за менеджерами их позиции в штатном расписании и предлагает им заработную плату не ниже той, что была у них на первоначальной позиции. Во втором случае компания не сохраняет за менеджером его первоначальную позицию, но предлагает участие в прибылях и в капитале венчурного проекта.

В целом можно выделить четыре возможные схемы вознаграждения менеджеров венчурных проектов.

1. Участие в капитале.
2. Премии и бонусы.
3. Установление надбавок к заработной плате.
4. Нефинансовые схемы вознаграждения.

Наращивание интеллектуального капитала и инновационного потенциала. Решающим фактором успеха КВИ является концентрация на обучении, позволяющем получать нужную информацию и находить верные решения проблемных ситуаций. Следовательно, при организации и управлении корпоративными венчурными проектами важно обеспечить такие механизмы взаимосвязи между материнской корпорацией и венчурными предприятиями (проектами), которые, во-первых, обеспечивали бы быстрый трансфер информации и ноу-хау от материнской корпорации венчурному предприятию (и обратный трансфер, если новые знания создаются на венчурном предприятии); во-вторых, обеспечивали бы помощь со стороны материнской корпорации в разрешении проблемных ситуаций, которые неизбежно возникают у венчурного предприятия в ходе реализации проекта. Такие проблемные ситуации различаются по вероятности возникновения, предсказуемости и частоте появления. В целом их можно разделить на три группы:

- проблемы, связанные с продуктом;
- проблемы, связанные с рынком;
- проблемы технологического характера (см. рис. 14.2).

В-третьих, важно, чтобы знания, полученные в результате преодоления проблем, накапливались в материнской организации с целью наращивания организационного потенциала.

Таким образом, в системе «Материнская корпорация – корпоративные венчурные проекты» должна быть создана «спираль знаний», где неизвестные (неявные) знания необходимо выявлять и распространять, чтобы они стали частью каждой индивидуализированной базы знаний. «Спираль знаний» возобновляется для подъема на новые и новые уровни, расширяя знания, применимые к разным областям деятельности организации.



Рис. 14.2. Проблемы при реализации корпоративных венчурных проектов, решаемые с помощью материнской корпорации

Созданные знания должны быть защищены с помощью имеющихся правовых инструментов. Формирование портфеля прав интеллектуальной собственности и управление им включает в себя ряд этапов.

Первый этап. Спецификация прав интеллектуальной собственности, вносимых в уставный капитал создаваемого венчурного предприятия или учитываемых в качестве капитала корпоративного венчурного проекта.

Второй этап. Согласование интересов участников корпоративных венчурных проектов в части прав на объекты интеллектуальной собственности.

Третий этап. Пополнение портфеля прав интеллектуальной собственности за счет создаваемых и приобретаемых в ходе реализации проекта объектов.

14.4. Механизмы контроля, используемые для корпоративного венчурного финансирования

Механизмы контроля, используемые для КВИ, должны отличаться от традиционных, используемых в корпоративном менеджменте. Если традиционные механизмы контроля всегда нацелены на сравнение достигнутых результатов с запланированными (через систему процедур, бюджетирование, установление контрольных показате-

телей, анализ сценариев и т. п.) в рамках действующей организации, то для новых развивающихся бизнес-единиц с правами автономии требуются другие механизмы контроля. Поскольку в ходе реализации корпоративных венчурных проектов менеджмент как этих проектов, так и корпорации в целом сталкивается с необходимостью решения целого ряда проблем, установление контрольных показателей зачастую оказывается бессмысленным. Механизмы контроля должны быть гибкими, однако в то же время менеджмент материнской корпорации должен обладать всей полнотой информации для принятия инвестиционных решений.

Степень контроля и используемые инструменты зависят от стадии жизненного цикла корпоративного венчурного проекта. На ранних стадиях важно, чтобы административные процедуры были сведены к минимуму, а процедуры контроля были максимально гибкими. В этом случае руководители корпоративных венчуров будут иметь возможности для реализации своего предпринимательского потенциала, в том числе такой важной его составляющей, как риск. По мере развития проекта его менеджмент будет нуждаться в делегировании части функций материнской корпорации, что позволит разрешать более эффективно проблемы, связанные с продуктом, технологией и рынком. Это требует более тесной координации, формализации связей и установления более жестких и формальных процедур контроля.

Механизмы контроля должны быть нацелены на решение следующих задач:

- повышение вероятности успеха корпоративного венчурного проекта, увеличение его эффективности;
- минимизация вероятности неудачи и возможных потерь корпорации от неэффективной реализации корпоративного венчурного проекта;
- обеспечение методической и информационной базы для принятия решений о будущем корпоративного венчурного проекта, в том числе решений, связанных с финансированием.

Гибкость процедур контроля и принятия управленческих решений является важнейшим условием для оценки успешности корпоративных венчурных инвестиций, базирующейся на методологии реальных опционов.



Рис. 14.3. Механизмы управления корпоративными венчурными проектами

Таким образом, для эффективного управления корпоративными венчурными проектами должна быть разработана система механизмов управления, представленная схематично на рис. 14.3.

Глава 15

ЭТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

15.1. Деловая этика

Как частные лица, так и их сообщества имеют собственный взгляд на то, что такое «приличное поведение», а что – нет. Эта проблема и представляет собой предмет этики. Понятие деловой этики восходит к древней системе бартера. Чтобы заключить сделку, обе стороны должны быть уверены, что они получают нечто равное по ценности тому, что они отдают. Еще тогда в проведении деловых операций понятие «морального, честного и приличного поведения» стало стандартом.

Капитализм исходит из того, что стремление к прибыли – это приемлемая и даже желательная цель экономической деятельности. Наряду с мотивом прибыли, получаемой посредством рыночных сил, в наиболее развитых сообществах используется мотивация одновременно прибылью и государственными расходами. Признается очевидный факт, что некоторые проекты непосильны частному сектору, если они не приносят прибыли или прироста капитала в приемлемом масштабе времени.

Деловая активность измеряется миллионами сделок, в которых обращаются огромные денежные средства, а этический кодекс бизнеса направлен на демонстрацию того, что можно считать честными сделками и надлежащей отчетностью, позволяющими свести к минимуму риск обмана.

Главный принцип этики можно выразить понятием «доверие». Деловая этика лежит в основе профессиональной деятельности архитекторов, адвокатов, бухгалтеров, инженеров и т. д. Несоблюдение правил деловой этики ведет к повышению связанных со сделкой рисков. Большая часть этических проблем ассоциируется со следующими моментами: Конфликт и приоритеты интересов; Использование посредников; Кумовство и блат; Начало инвестиций; Соинвестирование и синдикация; Принятие инвестиционных решений; Коммерческая тайна и защита информации; Работа с компанией; Участие в работе совета директоров; Мониторинг; Инсайдерская информация;

Прозрачность сделок; Ценовой стговор и трансферные цены; Злоупотребления и коррупция; Бизнес-практика.

15.2. Конфликт и приоритеты интересов

Этично ли управляющему венчурными инвестициями финансировать займы инвестируемой компании из средств своих клиентов, ссылаясь на то, что в Восточной Европе и России банки пока не готовы предоставить кредит в нужном, с точки зрения инвестиционного менеджера, объеме? В данном случае необходимо вспомнить, перед кем инвестиционный менеджер несет ответственность. Для каких целей учреждалась данная управляющая компания? Фонд – инвестор или заимодавец? Венчурные инвесторы не должны в конечном итоге финансировать «банковский риск». Ведь если кредит будет возвращен с обычным процентом, эти деньги не принесут требуемой инвестору фонда доходности. А если он не будет возвращен, то фонд потеряет больше средств, чем было необходимо, в результате объединения в одной сделке рисков разного по величине уровня. Опытные инвестиционные менеджеры знают, что при управлении инвестициями необходимо учитывать риски типа «стоимость акционерного капитала».

Этично ли ожидать, что инвестор фонда вложит, по сути, в компанию большую часть своих финансовых средств, но при этом его доля в акционерном капитале не увеличится? Будет ли это «хорошим» инвестированием средств инвестора фонда после «плохого» инвестирования, т. е. предшествующих потерь инвестиций? Увеличит ли следующий раунд финансирования внутреннюю норму доходности фонда, или же фонд просто израсходует больше денег инвесторов без особой мысли об их выгоде? Не стоит забывать, что второй раунд финансирования – самый опасный тип инвестиций, где интересы сторон чаще всего вступают в конфликт.

Основой построения этической системы в отрасли венчурного капитала служит ответ на вопрос: «Кто хозяин?». Начнем с простейшего: кто является клиентом управляющей компании фонда? На кого работает венчурный инвестор? Кто выплачивает зарплату служащим управляющей компании? Кого следует финансировать – инвестируемую компанию или же источник капитала (инвесторов)? Чаще всего такие рассуждения приводят к заключению, что в конечном итоге платят инвесторы. Они – источник капитала, акционеры, но даже эта простая истина часто забывается.

15.3. Использование посредников

Для заключения сделок управляющей компании приходится общаться с посредниками. Конечно, такие связи нужны, однако инвестиционному менеджеру следует быть осторожным и вначале выяснить, на что рассчитывает посредник. Чаще всего посредников интересуют гонорары или помощь в чем-либо. Корпоративные финансы являются необходимым кратковременным «паразитом на теле» долгосрочных инвестиций. Однако менеджеру следует опасаться даров, приносимых финансистами корпораций. Главное – помнить, что интересы посредников обычно не совпадают с интересами инвесторов. Здесь возможен серьезный конфликт интересов. Дело заключается в различной природе долговременных и кратковременных выгод. Посреднику нужно просто получить бонус, а не долю в акционерном капитале, возможность роста стоимости которой определится через довольно длительный период времени. Венчурный инвестор же зарабатывает только за счет увеличения стоимости акционерного капитала и не заинтересован в бонусах за сделки, так как только история успешных выходов из инвестиций формирует его репутацию.

В сфере корпоративных финансов хорошо платят и много зарабатывают, но эта сфера не имеет никакого отношения к отбору проектов для инвестирования; поэтому нужно остерегаться нового гибрида «промоутер/посредник», который в качестве компенсации за свое посредничество помимо бонуса желает получить и бесплатную долю в акционерном капитале. Простое правило заключается в том, что никто не может служить двум хозяевам одновременно (например, находиться одновременно и на стороне покупателя, и на стороне продавца). Значит, менеджеру по инвестициям постоянно нужно решать вопрос: «Кто кому платит?».

Нет смысла обращаться к посреднику с жалобой на то, что предложенная им сделка провалилась, хотя ему уже заплатили большой бонус за посредничество в сделке. Уже поздно. Не стоит принимать на себя такой ответственности – это очень опасно. Как говорится, «за все придется платить покупателю». Ведь инвестиционному менеджеру платят именно за то, что он сумеет все сделать надлежащим образом. Как раз для этого и существует процедура тщательного изучения.

Большая часть венчурных инвесторов относятся к финансовым посредникам с определенным недоверием, так как из тысяч посредников, связанных с этим бизнесом, только единицы являются компетент-

ными. «Наверху списка» находятся управления корпоративных финансов крупнейших банков, инвестиционных банков и брокерских компаний. Следующими идут аналогичные отделы более мелких компаний. Большинство посредников оказываются лишь «упаковщиками», которые помогают компании упорядочить информацию и направить пакет венчурному инвестору. В большинстве случаев пакет имеет мало общего с настоящим бизнес-предложением и представляет собой подборку случайным образом сгруппированных отрывков из имеющихся в компании документов. Посредник, как правило, выбирает адресатов пакета из справочников или из числа знакомых, и обычно он не в состоянии отвечать на вопросы венчурного инвестора. Поэтому посредников надо использовать только в качестве консультантов.

15.4. Кумовство и блат

Кумовство, связи и блат – это политическая и социальная болезнь всего мира. В краткосрочном плане венчурный инвестор может даже получить выгоду (в том числе коммерческую), поддержав из подобных соображений ту или иную компанию, но рано или поздно это решение бросит на него тень. К тому времени будет уже поздно что-либо менять или отказываться от инвестирования. Инвестиции нужно делать, только если выгода от них очевидна, а нанимать и/или продвигать работников по службе следует на основе их реальных дел, а не «полезных связей».

15.5. Начало инвестиций

Что можно сказать об управляющих фондом, которые, допустим, собрали денежные средства 18 месяцев тому назад, берут из них в качестве собственного вознаграждения за работу довольно большие суммы денег, но до сих пор не инвестировали ни в одну из компаний? Вполне вероятно, что тут не обязательно речь идет о мошенничестве, но этично ли это? Многие инвесторы считают, что управляющим следует набирать портфель инвестиций быстрыми темпами, а не просто «сидеть на чужих деньгах». Какое решение здесь более этично? Оказывать давление на управляющих с тем, чтобы они инвестировали, достаточно опасно. Представляется, что лучше прямо сказать инвесторам правду: требуется довольно много времени на то, чтобы создать приличный портфель венчурных инвестиций. Норма удач – не больше 3 % от всех полученных заявок на инвестиции, так что на ка-

ждого из менеджеров приходится проведение не больше двух инвестиционных сделок за год работы. Причем так обстоит дело в Западной Европе, тогда как в Восточной Европе, и в частности в России, можно надеяться на то, что одному менеджеру удастся провести лишь одну сделку за год.

15.6. Соинвестирование и синдикация

Рассматривая возможность совместных инвестиций, необходимо получить ответ на следующие вопросы:

- Фонд участвует в них с целью разделить с другими «риски» или «объемы»?
- Знают ли и понимают ли инвесторы фонда, почему управляющая компания решила участвовать в данных совместных инвестициях и отказалась от других предложений?

Бывают инвестиционные менеджеры, которых привлекают любые новые сделки, они просто плохо себя чувствуют без новых сделок. Нередко они включают в портфели фонда чужие сделки с высоким уровнем риска, причем, что еще хуже, даже не оценив надлежащим образом типы рисков по данной сделке.

Если управляющая компания собирается участвовать в совместных инвестициях, то необходимо удостовериться в сопоставимости рисков и в том, что инвесторы, чьими деньгами фонд рискует, знают об этих рисках и понимают их.

15.7. Принятие инвестиционных решений

Для подготовки венчурных инвестиций необходимы по крайней мере следующие мероприятия:

- Проведение процедуры тщательного изучения с целью проверки коммерческой состоятельности проекта.
- Принятие инвестиционных решений в соответствии с процедурами, должным образом установленными уполномоченным инвестиционным комитетом, все члены которого имеют необходимый опыт, адекватную подготовку и независимы от управляющей компании.
- Представительство управляющей компании в советах директоров инвестируемых компаний для того, чтобы постоянно быть в курсе событий.
- Постинвестиционный мониторинг эффективности работы.

- Отслеживание неожиданных и/или непоследовательных действий инвестируемой компании либо случаев неоправданного обогащения (или жертвования интересами) какой-то группы.

15.8. Коммерческая тайна и защита информации

Особое место занимают этические аспекты неразглашения и защиты информации, полученной в ходе переговоров с компанией, желающей получить инвестиции.

Управляющая компания может подписать обязательство о сохранении конфиденциальности такой информации, но обеспечивается ли на практике какая-либо ее защита и охрана? Управляющей компании эта информация действительно необходима, но если она раскроет ее третьему лицу, то в лучшем случае ее смогут обвинить в деловой неэтичности. В худшем случае управляющей компании может быть вчинен иск о компенсации убытков, и постепенно обнаружится, что ваш поток сделок уменьшается по мере того, как люди друг от друга будут узнавать, что данному фонду не следует доверять.

То же самое можно сказать о сохранности средств инвесторов и сертификатов акций и долей инвестируемых компаний (если используется документарная форма): нельзя забывать, что они управляющей компании не принадлежат, ибо она выступает только менеджером инвестиций. Необходимость соблюдать специальные процедуры при получении инвестиций и инвестировании позволяет самому венчурному фонду рассчитывать на то, что органы власти и управления применят санкции к тем, кто эти процедуры не соблюдает.

Следует также обеспечить, чтобы и в самой управляющей компании фонда, и в получившей инвестиции компании действовала адекватная система «корпоративного управления», которая заставляла бы менеджеров помнить, что все инвестиционные и управленческие решения в конечном счете касаются людей. Поэтому управляющей компании необходимо наводить множество справок, проверять автобиографии топ-менеджеров и ключевых сотрудников компании на наличие в них неточностей, а также использовать местные контакты для тщательного изучения истории возникновения у компании потребности в инвестициях. В США многие венчурные инвесторы заявляют, что не станут инвестировать в компанию, руководитель которой за всю свою жизнь в бизнесе ни разу не признавался банкротом.

15.9. Работа с компанией

Инвесторы фонда должны быть уверены, что в портфельных компаниях фонда существуют реально работающие процедуры надлежащего внутреннего контроля, что налажен регулярный контакт управляющей компании фонда с инвестируемыми компаниями. Если менеджеры фонда не посещают портфельную компанию и не интересуются ее делами, то владелец или руководитель такой компании может решить, что фонду эта компания безразлична, и будет игнорировать интересы фонда, причем может даже попытаться найти способ «свести к нулю» оценку стоимости инвестиций, сделанных фондом, т. е. нанести прямой вред инвесторам фонда. Вот почему так важна отчетность, постоянное отслеживание событий и личное присутствие на заседаниях совета директоров инвестируемой компании.

Не стоит ставить перед проинвестированными компаниями труднодостижимых целей. Это ведет к соблазну очковтирательства или к чему-нибудь еще худшему. Опасаясь обвинений в недостаточной эффективности их труда, управляющие компании станут фальсифицировать данные, чтобы защитить себя. Если их уличить в обмане, то они, скорее всего, в первую очередь станут обвинять в неразумности действий инвесторов.

До начала инвестирования необходимо получить полное представление о каждом из видов деятельности инвестируемой компании и о том, как будет происходить взаимодействие с этой компанией после осуществления инвестиций, причем лучше зафиксировать это в письменном виде в правовой форме соответствующего соглашения.

Надо убедиться в том, что у венчурного инвестора есть понимание истинных целей инвестиций, и позаботиться о том, чтобы директора компании строго придерживались принятых планов. Нельзя допускать резких изменений планов после осуществления инвестиций, поскольку новые планы потребуют выработки новых решений.

Необходимо использовать соглашения о купле-продаже акций и другие юридически значимые документы, например устав компании, который должен быть изменен таким образом, чтобы полностью отвечать согласованным в рамках сделки интересам и требованиям венчурного инвестора.

Необходимо проверить, возможно ли с помощью системы внутреннего контроля сделать так, чтобы фонд всегда был «чист» по отношению к своим инвесторам? Регулярная отчетность и регулярные заседания совета директоров в равной степени необходимы как для

управляющей компании фонда, так и для инвестируемой компании. В конечном счете, управляющая компания фонда должна одинаково относиться как к инвесторам в фонд, так и к инвестируемым компаниям.

Для работы в управляющей компании фонда следует нанимать только хороших квалифицированных специалистов, повышать их квалификацию, стараться заинтересовать и занять их; привлекать общее внимание к тем случаям, когда кто-либо ведет себя неблагоприятно. Для удержания сотрудников от неблагоприятных поступков следует практиковать открытость, не поощрять и даже пресекая попытки скрыть возникшие проблемы.

Необходимо использовать членов совета директоров портфельных компаний не в качестве «надсмотрщиков», а для содействия повышению стоимости компании. Исполнительный директор вряд ли станет выявлять обман, так как может просто лишиться своего рабочего места, в то время как член совета директоров (а еще лучше – два члена совета директоров) сможет выявить обман и поставить вопрос о его прекращении, практически ничем не рискуя.

Если было выявлено что-то действительно непорядочное в делах портфельной компании, то необходимо все взвесить, прежде чем обращаться к законодательству для разрешения конфликта. Следует узнать, как данный случай трактуется в законодательстве и применимо ли законодательство в этом случае вообще. В любом случае необходимо иметь в виду, что разбирательство негативно отразится на стоимости компании.

С целью защиты средств инвесторов от злоупотреблений, инвестиционные фонды должны находиться под жестким управлением и обеспечивать строгую отчетность. Поэтому многие фонды, особенно крупные, помимо управляющих компаний имеют спонсоров, которые осуществляют пристальный надзор за работой фонда в интересах всех акционеров.

15.10. Участие в работе совета директоров

При участии управляющего венчурным фондом в совете директоров портфельной компании могут возникнуть конфликты интересов. Предполагается, что директора содействуют ходу дел компании в целом, а не представляют ту или иную сторону и не играют на заседаниях роль «полицейских». Директор должен быть озабочен делами той компании, в совете которой он заседает. Директор не может одновременно действовать в пользу двух или более компаний, находящихся между собой в сложных взаимоотношениях. Поэтому важно, чтобы венчурные инве-

сторы хорошо понимали, чьи интересы они обязаны защищать, заседаая в том или ином совете, и не допускать конфликта интересов.

15.11. Мониторинг

Этично ли, если управляющие, которым за работу платит фонд, требуют от инвестируемой компании оплаты за мониторинг, организационные услуги и даже за назначение кого-нибудь из ее служащих директором? Знали ли инвесторы фонда, что это может произойти? Какие из действий были предварительно согласованы? Кто должен получать такую оплату: лично служащий управляющей компании, управляющая компания или фонд?

В конечном итоге, менеджеру по инвестициям нельзя забывать, что деньги фонда – это деньги участников фонда и что благодаря именно этим деньгам сделка стала реальностью.

15.12. Инсайдерская информация

Следует остерегаться «торговли» инсайдерской информацией: необходимо постоянно анализировать, не получил ли личной выгоды кто-либо из управляющей команды фонда или руководителей портфельной компании. Если управляющий венчурным фондом предлагает, например, чтобы фонд инвестировал в компанию, в которой у него есть определенный интерес, всем известно, что эта идея не сработает. Хотя бы потому, что, несмотря на все старания, все со временем станет всем известно. Люди начнут жаловаться, особенно инвесторы фонда. Будет потеряна не только репутация, но и все остальное. Реально там может и не быть никакого жульничества, но сама сделка будет выглядеть не вполне этичной.

15.13. Прозрачность сделок

Здесь опять возникает проблема: кто на кого работает и за какое вознаграждение? Следует избегать чересчур близких отношений, оставаясь, однако, открытым, честным и доброжелательным. Хорошее правило: ничего не скрывать, а там, где возникает сомнение – раскрывать все, что необходимо. Венчурному инвестору необходимо постоянно следить за тем, не затронет ли данное конкретное действие чьих-либо прав или интересов. Часто забывается, что в деловой этике все «правильное» проходит незаметно, а заметным бывает именно просчет.

15.14. Ценовой сговор и трансферт цены

Какие возникают проблемы, если инвестируемые компании входят в картель и/или в соглашение по защите цен? Законны ли такие структуры в стране, или же действует искусственная система фиксированных цен?

15.15. Злоупотребления и коррупция

Здесь не идет речь о прямых взятках, которые всегда аморальны. Но существуют и менее откровенные способы воздействия, такие как предложения по участию в развлечениях, подарки или оказание политического давления. Здесь также может помочь старое правило: «Не забывайте, кто на кого работает». Не стоит ставить себя в положение развлекаемого больше обычного или присоединяться к мероприятиям других участников венчурного инвестирования, у которых могут быть совсем другие цели. Милые фотографии того, как венчурный инвестор проводит время в ночном клубе, позднее могут стать средством шантажа и привести к коррупции. Нельзя забывать, что для журналистов стоящей новостью всегда будет «плохая новость».

15.16. Бизнес-практика

Нужно также думать об этике того, как компания ведет свои дела, которые в любом случае, даже если другой путь является более прибыльным, должны осуществляться строго в рамках закона.

Вопросы правильного бухучета (иметь одну главную книгу или три) стоит рассмотреть особо. Никому не нравится платить налоги, но они – важная часть правового государства, так что не стоит бороться с системой. Конечно, разумно бывает свести налоги к минимуму, учредив оффшорную компанию. Имеет также смысл лоббировать изменения в законодательстве о налогообложении в стране. Но платить налоги нужно.

С деловой этикой связаны также многие другие вопросы морали и права. Например, соответствуют ли предложенные действия правовым и этическим нормам? Хотел бы венчурный инвестор, чтобы с ним поступали так же, как он поступаете с другими людьми? Можно ли найти другие пути решения проблемы, не нарушая при этом этических норм и не лишаясь возможности заниматься данным бизнесом?

Заключение

На современном этапе развития экономики венчурное финансирование представляет собой механизм финансирования высокорисковых проектов на начальных стадиях их реализации. Традиционные источники финансовых ресурсов не могут обеспечить формирование потоков денежных средств для таких проектов. Это обусловлено рядом ограничений в политике управления рисками учреждений банковского сектора. Активное всестороннее стимулирование становления и развития альтернативных источников финансирования инновационных проектов и структур способствует скорейшему и более эффективному развитию экономики страны.

Задача построения в Республике Беларусь инновационной диверсифицированной экономики обуславливает усиление внимания к венчурному бизнесу как со стороны государства, так и со стороны белорусских и зарубежных инвесторов.

Первый венчурный фонд в Беларуси начал свою деятельность в 2015 г., поэтому можно говорить о становлении неформального рынка венчурного капитала, а также о начальных этапах развития корпоративного венчурного инвестирования.

Авторами был проанализирован доступный опыт создания венчурных компаний. Главный вывод по результатам исследования заключается в том, что формирование национальной системы венчурного инвестирования является объективной необходимостью, обусловленной современной спецификой перехода к постиндустриальному этапу развития экономики, связанной прежде всего с возможностями новой технологической революции и особой динамикой обновляющегося общественного капитала, разграничением функций по отдельным его видам.

Литература

1. Агамирзян, И. Р. Рынок венчурных инвестиций: мировые тенденции и российская практика / И. Р. Агамирзян. – Режим доступа: <http://news.kremlin.ru/media/events/files/41d3140f61c68b8bf73b.pdf>.
2. Белорусский правовой портал / Нац. центр правовой информации Респ. Беларусь. – Минск, 2007. – Режим доступа: <http://www.pravoby.info/index.htm>.
3. Лукашов, А. В. Выход из венчурного бизнеса с помощью IPO / А. В. Лукашов. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2006-23/8041.pdf>.
4. Каржаув, А. Т. Национальная система венчурного инвестирования / А. Т. Каржаув, А. Н. Фоломьев. – М. : Экономика, 2005. – 239 с.
5. Концепция Государственной программы инновационного развития Республики Беларусь на 2011–2015 годы : одобр. Протоколом заседания Президиума Совета Министров Респ. Беларусь от 21 апр. 2010 г. № 11. – Режим доступа: <http://gknt.org.by/data/conception.rar>.
6. Котельников, В. Венчурное финансирование / В. Котельников. – Режим доступа: <http://www.congressprominvest.ru/loadfiles/files/21.pdf>
7. Лукашов, А. В. Венчурное финансирование: стоимость компании и корпоративное управление / А. В. Лукашов. – Режим доступа: http://www.ecsocman.edu.ru/data/985/921/1219/Venchurnoe_finansirovanie_2_L.pdf.
8. Об утверждении Положения о порядке создания субъектов инновационной инфраструктуры и внесении изменений и дополнений в Указ Президента Республики Беларусь от 30 сентября 2002 года № 495 : указ Президента Респ. Беларусь от 3 янв. 2007 г. // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – Минск, 2007.
9. О совершенствовании деятельности Белорусского инновационного фонда : Указ Президента Респ. Беларусь от 25 марта 2008 г. № 174 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – Минск, 2008.
10. Финансирование инновационного развития: сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования на ранних этапах развития. – 2007. – Режим доступа: http://www.allventure.ru/articles/55/#replies_page1.html.

11. Бойко, И. П. Современная фирма: зарубежный и отечественный опыт / И. П. Бойко. – СПб. : СПбГУ, 1999. – 172 с.
12. Годовой отчет по итогам деятельности ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» в 2009 году. – Режим доступа: http://www.bcse.by/info/Annual_report_2009_rus.pdf.
13. Гулькин, П. Венчурный капитал. Немного истории и статистики / П. Гулькин. – 2007. – Режим доступа: http://www.innovbusiness.ru/content/document_r_2E54E72B-8816-457B-8434-1AAA3EEFD265.html.
14. Дагаев, А. А. Механизмы венчурного финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России / А. А. Дагаев // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 3. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/venchurnoe-finansirovanie-kak-faktor-innovatsionnogo-razvitiya-ekonomiki-rossii>.
15. Инновации и предпринимательство: Основные венчурные фонды, осуществляющие деятельность в Российской Федерации. Фонды прямых инвестиций. – 2008. – Режим доступа: http://www.innovbusiness.ru/content/document_r_1B673397-C7A0-4BD6-8EA8-62E979B04F2D.html.
16. Каширин, А. И. Венчурное финансирование инновационной деятельности / А. И. Каширин, А. С. Семенов // Инновации. – 2006. – № 1. – Режим доступа: <https://www.labirint.ru/books/331092/>.
17. Киреев, А. Н. Международная экономика / А. Н. Киреев. – М. : Юрист, 1999. – 317 с.
18. Комков, Н. И. Роль инноваций и технологий в развитии экономики и общества / Н. И. Комков // Проблемы прогнозирования. – 2003. – № 2. – Режим доступа: <https://ecfor.ru/nauchnye-izdaniya/problemu-prognozirovaniya/arhiv-nomeroi/problemu-prognozirovaniya-2003-2/>.
19. Моргунов, Е. В. Направления развития и поддержки малого инновационного предпринимательства в России / Е. В. Моргунов, А. А. Пазова. – Режим доступа: <http://www.cemi.rssi.ru/mei/articles/morgu-co09-2.pdf>.
20. Роль венчурного капитала в научно-экономическом развитии страны: международный аспект. – 2000. – Режим доступа: <http://www.tisbi.ru/science/vestnik/2008/issue1/eq2.html>.
21. Статистический ежегодник 2009. – Минск : Информ.-вычисл. центр Белстата, 2009. – 270 с.

22. Об инновационной деятельности в РБ в 2006 году. – Минск : Минстат Респ. Беларусь, 2007. – 165 с.
23. О состоянии и перспективах развития науки в Республике Беларусь по итогам 2005 года и за период 2001–2005 годов: Аналитический доклад. – Минск : БелИСА, 2007. – 256 с.
24. Райзберг, Б. Г. Азбука предпринимательства / Б. Г. Райзберг. – М. : Экономика, 2008. – 148 с.
25. Хохлов, Н. В. Управление риском : учеб. пособие для вузов / Н. В. Хохлов. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 186 с.
26. Venture Capital. – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp>.

Научное издание

Лапицкая Лариса Михайловна
Лапицкая Ольга Владимировна
Емельянченко Янина Владимировна

**МЕСТО
ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ
В РАМКАХ НАЦИОНАЛЬНОЙ
ИННОВАЦИОННОЙ СИСТЕМЫ**

МОНОГРАФИЯ

Ответственный за выпуск *Н. Г. Мансурова*
Редактор *Н. В. Гладкова*
Компьютерная верстка *М. В. Кравцова*

Подписано в печать 30.10.18

Формат 60x84/16. Бумага офсетная. Гарнитура Таймс.
Ризография. Усл. печ. л. 9,76. Уч.-изд. л. 10,25.
Тираж 60 экз. Заказ № 657/36.

Издатель и полиграфическое исполнение
Гомельский государственный
технический университет имени П. О. Сухого.
Свидетельство о гос. регистрации в качестве издателя
печатных изданий за № 1/273 от 04.04.2014 г.
пр. Октября, 48, 246746, г. Гомель